全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

a mindstyle business 与思想有关

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

华尔街著名投资大师威廉·伯恩斯坦经典著作

先锋集团创始人、指数基金教父
约翰·博格 鼎力推荐

投资的四大支柱

建立长赢投资组合的关键

[美] 威廉·伯恩斯坦◎著 汪涛 郭宁◎译
(William Bernstein)

Lessons for Building a Winning Portfolio

中国人民大学出版社
China Renmin Unive...

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资的四大支柱

建立长赢投资组合的关键

［美］威廉·伯恩斯坦◎著 汪涛 郭宁◎译
(William Bernstein)

中国人民大学出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资的四大支柱：建立长赢投资组合的关键 /（美）伯恩斯坦著；汪涛等译 .—北京：中国人民大学出版社，2013.11

ISBN 978-7-300-18029-8

Ⅰ. ①投… Ⅱ. ①伯… ②汪… Ⅲ. ①投资 – 基本知识 Ⅳ. ① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 252627 号

上架指导：金融投资 / 投资经典

版权所有，侵权必究

本书法律顾问　北京诚英律师事务所　吴京菁律师
北京市证信律师事务所　李云翔律师

投资的四大支柱

［美］威廉·伯恩斯坦　著
汪涛　郭宁　译

Touzi de Sida Zhizhu

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街 31 号	**邮政编码**	100080
电　　话	010-62511242（总编室）		010-62511398（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　　址	http:// www. crup. com. cn		
	http:// www. ttrnet. com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京中印联印务有限公司		
规　　格	170 mm×230 mm 16 开本	**版　　次**	2014 年 1 月第 1 版
印　　张	21.75 插页 1	**印　　次**	2014 年 1 月第 1 次印刷
字　　数	342 000	**定　　价**	69.90 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与市场部联系调换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

William Bernstein
The Four Pillars of Investing: Lessons for Building a Winning Portfolio
ISBN 0-07-138529-0
Copyright © 2002 by McGraw-Hill Education

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Renmin University Press.This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2014 by McGraw-Hill Education(Asia), a division of McGraw-Hill Education(Singapore)Pte.Ltd and China Renmin University Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳－希尔（亚洲）教育出版公司和中国人民大学出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）销售。

版权 ©2014 由麦格劳－希尔（亚洲）教育出版公司与中国人民大学出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 防伪标签，无标签者不得销售。
北京市版权局著作权合同登记号： 01-2010-3803

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的“四大支柱”

我的职业生涯其实并不是从金融开始的，最开始我学的是理科，后来又转向了医学。作为执业医师，与糟糕的投资者这一身份相比，前者的确能带来更多的声誉，直到今天，我还可以凭借执业医师的执照养活自己。这一现象通常被人们解释为，我们总是忙于投资，却没有认真花点时间学习必需的投资知识，或者，我们总是自负地听不进专业的投资建议。

实际上，情况并非如此。学会正确地投资，并不需要付出特别的努力，我并没有觉得我的同事们都很自负。优秀的医生很容易从自己的行医实践中获得这样的感触：接触的病例越多，反而觉得自己懂得越少。金融领域也是如此，这并没有什么好奇怪的。

医生之所以变成了表现非常差劲的投资者，是因为他们从来没有意识到，投资其实是像医学一样的一门科学。大量的基础医学研究促进了医学的发展，今天，基本上所有的药物或者医疗手段，都是在严格的比较试验或者与无效对照剂比对后，才投入使用的。绝大多数医生都是因为经历了大量的实践，或者有大量的统计数据支撑，才选择了合理的治疗方法，治疗方法的选择并不像对待感冒那样简单。

在像《新英格兰医学期刊》(*The New England Journal of Medicine*)和《柳叶刀》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（*Lancet*）这样被同行评鉴为最具权威的医学杂志上，都会刊登一些非常重要的医学前沿研究成果。在这里，最为关键的词语是“同行评鉴”。想要在这些高水平的期刊上发表文章，所写的内容必须通过该领域最著名，或者最权威的顶级专家的审查。想成为一流的医生，就要能很轻松地阅读这些高级别刊物上的研究成果，并且将其与自己的实际工作经验相结合。

遗憾的是，当医生从事投资的时候，他们完全忘记了自己在医学上所受的科学训练。事实上，金融学领域也有大量丰富并且科学的文献资料，这些资料详细说明了金融投资是如何运行的，但这些资料经常被人们所忽视。医生们不是从《金融》杂志（相当于医学领域的《新英格兰医学期刊》）中获取信息和专业建议，而是从《今日美国》（*USA Today*）这样的电视节目中获取信息和建议，有些医生甚至更糟糕，竟然从经纪人那里获取信息，或听从相应的投资建议。

当然，我并不是取笑我的同事们，在这里，医生与律师、销售人员，或者其他行业的从业者并没有任何本质上的差别。真正让人感到丢脸的是，甚至连一些金融领域的专业人士，都不重视投资的科学基础。投资的科学基础主要包括四大领域，这也是本书所要进一步分析的四大支柱。

支柱一：投资理论

对于任何一项投资活动而言，其最基本的特征，就是收益与风险紧密相关。在过去的几年时间里，我们发现，市场很快就涨了一倍，同样很快就跌去了一半，而对于有些股票而言，900% 的涨幅总是与 90% 的跌幅同时来到。当你的经纪人打电话来告诉你，某只股票的价格将会飙升时，他其实想告诉你的是，他并不认可你的聪明才智。你会发现，如果你的经纪人真的知道某只股票价格将会上涨，他是不会将这个消息告诉你的，甚至连对他老妈都不会提起。他只会放弃现在的工作，尽可能地从别人那里借钱，全仓购买这只股票，然后，去海边享受生活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书第一部分，也是最为重要的部分，将会讲述与日常投资活动紧密相关的投资理论和数据分析。不要被这些专业知识吓倒，我首要的任务，是用既容易理解，又风趣幽默的语言来阐述这些道理。在这一部分，我们将会重点学习以下内容。

- 不管你投资的是股票、债券、不动产还是其他任何类型的资产，你之所以能够获得收益，是因为你承担了风险。我们将会学习如何度量风险，探究风险与收益之间的相互关系。
- 从长期来看，度量各种类型的股票和债券的收益率并不难。然而，现实情况却是，哪怕是学富五车的专家，通常也不能做好这项工作。
- 基本上，所有货币经理人业绩的差异，可以归因于运气而不是技术。想要挑选出那些表现优异的股票、共同基金、股票经纪人或者对冲基金，是不现实的。
- 所有投资活动最大的风险，就是不能正确地分散化投资。
- 最为重要的是，你要将你的投资组合看作一个整体，而不是仅仅考虑组合中的具体资产。投资组合的表现，与构成组合的资产的表现是不一样的，这可以成为你的优势。将各种不同类型的资产有效地进行组合的学问，被称为“投资组合理论”，它占据着丰富多彩投资活动的中心位置。

支柱二：投资历史

有时候，市场和投资大众都会陷入一种疯狂的状态，这是事实。当然，疯狂也只是在我们回顾历史的时候，才显得那么清晰。回顾过去的疯狂上涨和下跌，会让你有能力分辨出，什么时候股票价格已经涨得太离谱了，这个时候市场风险就很大了；什么时候价格已经陷入了超跌，而此时正是进场的好机会。将陷入互联网泡沫的经理人，与没有陷入泡沫的经理人分开的最简单的方法，就是让他们做一个有关1929年股市崩盘的小测试。

不幸的是，金融并不能算是“严格意义上”的科学。事实上，金融属于社会科学范畴。两者之间的差别就在于：诸如桥梁、电路或者飞机等物体，在既定外部条件相同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况下，它们每次的反应都是一样的。将“严格意义上”的科学，如物理学、工程学、电子学或航空学与“社会科学”分开的标准，是在前提条件相同的情形下，金融学（或者社会学、政治学以及教育学）每次的反应或表现形式都存在着很大的差别。

这两类学科的不同特征，会以不同的形式展现出来。一位医生、物理学家或者化学家，即使对自己从事的学科发展历史了解不多也不关注，他也并不会因此受到什么损失。但是不关注或不了解投资发展历史的投资者，很容易受到伤害。正因为如此，学习金融发展的历史有助于增加自己的专业知识，从另一个的角度提升自己的专业技能。在这一部分，我们将会以更加广阔的视角，从以下几个方面来研究和学习金融史。

- 从过去几个世纪的金融发展历史中，了解和学习各种金融资产短期和长期的收益表现。
- 为什么有时候公众投资会陷入疯狂的乐观情绪或状态，而有时候却又陷入极度悲观的状态。
- 现代投资技术是如何让投资者暴露在新的风险中的。

支柱三：投资心理学

当投资领域的决策是被随意确定时，在绝大多数情况下，这种随意会让我们的投资行为变得很不恰当，很容易失败。举一个简单的例子，人们总是期望能够获得较高的收益率，哪怕这个概率很低。尽管每注彩票的中奖概率非常低，但由于其平均成本只有50美分，仍有上百万的人愿意购买它。对于大多数人来说，中奖概率低只是一个相对较小的缺点，然而作为投资策略，这可能是一件非常危险的事情。让自己陷入贫穷的最快的方式之一，就是在开始制定投资目标时，希望自己能够找到下一个微软公司。

学术界和实务部门，对个人投资者的心理活动，到底如何影响他的投资决策这一现象的研究，也是最近才开展的，我们将会全面介绍引人入胜的“行为金融学”相关知识。你将会学习到如何避免最常见的错误举动，直面那些不正常的投资行为。例如，你将会发现，绝大多数的投资者都会有以下行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 总是过于乐观。
- 不自觉地对某一个行业的股票过分关注。
- 交易次数太多，交易成本过高。
- 经常做出一些不理性的买卖决定。

支柱四：投资行业

投资者对股票经纪人和共同基金公司的认识总是那么天真，要知道经纪人并不是你的朋友，基金公司的利益诉求与你的利益诉求也相差很大。实际上，你被限定在金融领域的各种你死我活的投资策略斗争中。这种斗争一旦失败，将会增加你资产损失的风险，而不论你是否喜欢，这就是现实的投资生活。你对行业特征以及行业如何运转的情况了解得越多，就越有能力驾驭这个行业的投资。

经纪业务和共同基金行业，构成了现代金融业务最重要的两个部分，它们规模庞大且不断扩张，已经成为当前社会与政治领域的重要组成部分（如果你对此表示怀疑，打开电视，你就会发现广告时间段介绍了很多金融服务类的节目）。在本书的倒数第二部分，我们将会详细讨论，现代金融服务行业是如何被独一无二地设计出来，又是如何运行的。

- 行业存在的唯一目的：向公众投资收取管理费和佣金。事实上，我们都是在零起点的基础上，与这个庞然大物做斗争。
- 在一定教育、道德和伦理水平的基础上运转，对任何其他行业来讲都是不可思议的。举一个简单的例子：从法律上来讲，银行家、律师和会计师都对他们的客户负有委托责任。然而，股票经纪人却无须对客户承担这方面的责任。

只有当你完全了解并掌握了这四大领域的相关知识时，才能在总体上构建适合自己的投资策略。只有当你在资产分类和各类资产组合方面，有一套适合自己的方法时，才有可能在投资领域取得全方位的成功。投资四大支柱任何一方面的不足或缺乏，都会对你的投资组合带来致命性的危害。

下文中列举的很多案例都表明：哪怕是最聪明的投资者，只要不能很好地把握投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的四大支柱，都会惨遭投资失败。

一流的投资者：长期资本管理公司（*Long-Time Capital Management*）的投资原则在投资的第一支柱——投资理论方面，不存在任何问题，该公司职员中的有些人甚至是诺贝尔奖的获得者，然而在1998年，长期资本管理公司的高杠杆投机，使得自身陷入了危机当中。他们对投资的第三支柱和第四支柱——心理学和行业的了解与掌握，也都处于最高等级的水平。不幸的是，尽管公司名称中包含“长期”两字，他们对投资的第二支柱，也就是资本市场的长期发展历史了解得并不是很多，他们仅仅关注了近几年金融市场的数据变化。他们或许忘记了这样的事实：资本市场并不会简单地重复，然而历史的演变又总是很相似。其实，西方金融发展历史已经向他们提出过警告，他们的投资策略是带有自我毁灭性质的，可惜他们并没有注意到这一点。

中小投资者：普通的投资者由于对投资第一支柱和第三支柱——理论和心理学方面的知识欠缺，经常感到很悲观。通常情况下，他们不能很好地理解风险和收益之间的微妙关系，因此当投资变得很艰难时，他们的失败就在所难免。

上面的两个例子反映出这样一个道理：个人投资者的失败，与他们的性格有很大的关系。在本书中，我希望通过我为你们提供的这些非常有价值的投资工具（即投资的四大支柱），帮助你们避免遭遇上文提到的各种失败困境。同时，我还希望通过这本书，将丰富多彩的资本市场发展历史展现给你们，从历史本身来解读投资。

国内公众所面临的具有争论性的现实问题，是社会保障的命运，各种可供选择的方案都倾向私有化。这是历史上第一次，使熟悉金融市场的行为分析，变成使投资者成为具有完全民事行为能力人的先决条件。

充分利用四大支柱

在本书最后一部分中，我们将会向读者展示，在掌握了这四大投资支柱后，如何构建成功的投资策略，这一策略将会帮助你实现投资目标：获得并很好地维持财务自由，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始终保持轻松自如的状态。搭建有效投资组合的基本原则，包括以下几个方面的内容。

- 计算你需要储蓄的金额，以及可以退休的时间。
- 在各种各样的股票和债券中分配你的资产。
- 选择值得你投资的共同基金和证券。
- 远离“死点”，构建适合你自己的投资组合。
- 在较长的周期内，维持并调整你的投资组合。

指明财务自由的方向

尽管我希望自己已经将满腔热情倾注在金融理论、历史、心理学和投资行业上，我还是要承认，这本书可能并不是特别引人入胜，毕竟这不是什么言情小说，也不是激情的警匪谍战剧。毫无疑问，金融学中的有些领域是不好理解的，有些甚至像梦中的江南水乡那样朦朦胧胧。不过，这本书可能很适合你慢慢阅读，每天早上起来，轻轻松松读上十几页或许是一个不错的选择。

即使我尽最大努力，想让本书在可读性和趣味性上，同时满足读者的需求，但目前为止，还没有一本书完全达到了这一标准，成为无所不包的投资宝典。如果你愿意阅读，本书充其量为你提供了一个学习指导——金融投资的四大基准。正如人生中很多其他重要的事情一样，个人理财是一辈子的事情，永远没有探索的止境。聪明的投资者会一直保有一份学习的心境。正因为如此，本书最值得大家认真阅读是第 11 章章末所列的文献资料，这些资料将为你在漫漫的人生征途中，指明财务完全自由的方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



湛庐，与思想有关……

如何阅读商业图书

商业图书与其他类型的图书，由于阅读目的和方式的不同，因此有其特定的阅读原则和阅读方法，先从一本书开始尝试，再熟练应用。

阅读原则1 二八原则

对商业图书来说，80%的精华价值可能仅占20%的页码。要根据自己的阅读能力，进行阅读时间的分配。

阅读原则2 集中优势精力原则

在一个特定的时间段内，集中突破20%的精华内容。也可以在一个时间段内，集中攻克一个主题的阅读。

阅读原则3 递进原则

高效率的阅读并不一定要按照页码顺序展开，可以挑选自己感兴趣的部分阅读，再从兴趣点扩展到其他部分。阅读商业图书切忌贪多，从一个小主题开始，先培养自己的阅读能力，了解文字风格、观点阐述以及案例描述的方法，目的在于对方法的掌握，这才是最重要的。

阅读原则4 好为人师原则

在朋友圈中主导、控制话题，引导话题向自己设计的方向去发展，可以让读书收获更加扎实、实用、有效。

阅读方法与阅读习惯的养成

（1）回想。阅读商业图书常常不会一口气读完，第二次拿起书时，至少用15分钟回想上次阅读的内容，不要翻看，实在想不起来再翻看。严格训练自己，一定要回想，坚持50次，会逐渐养成习惯。

（2）做笔记。不要试图让笔记具有很强的逻辑性和系统性，不需要有深刻的见解和思想，只要是文字，就是对大脑的锻炼。在空白处多写多画，随笔、符号、涂色、书签、便签、折页，甚至拆书都可以。

（3）读后感和PPT。坚持写读后感可以大幅度提高阅读能力，做PPT可以提高逻辑分析能力。从写读后感开始，写上5篇以后，再尝试做PPT。连续做上5个PPT，再重复写三次读后感。如此坚持，阅读能力将会大幅度提高。

（4）思想的超越。要养成上述阅读习惯，通常需要6个月的严格训练，至少完成4本书的阅读。你会慢慢发现，自己的思想开始跳脱出来，开始有了超越作者的感觉。比拟作者、超越作者、试图凌驾于作者之上思考问题，是阅读能力提高的必然结果。

好的方法其实很简单，难就难在执行。需要毅力、执著、长期的坚持，从而养成习惯。用心学习，就会得到心的改变、思想的改变。阅读，与思想有关。

[特别感谢：营销及销售行为专家 孙路弘 智慧支持！]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们出版的所有图书，封底和前勒口都有“湛庐文化”的标志



并归于两个品牌





找“小红帽”

为了便于读者在浩如烟海的书架陈列中清楚地找到湛庐，我们在每本图书的封面左上角，以及书脊上部 47mm 处，以红色作为标记——称之为**“小红帽”**。同时，封面左上角标记**“湛庐文化 Slogan”**，书脊上标记**“湛庐文化 Logo”**，且下方标注图书所属品牌。

湛庐文化主力打造两个品牌：**财富汇**，致力于为商界人士提供国内外优秀的经济管理类图书；**心视界**，旨在通过心理学大师、心灵导师的专业指导为读者提供改善生活和心境的通路。



阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。

时间才是读者付出的最大阅读成本。

阅读的时间成本=选择花费的时间+阅读花费的时间+误读浪费的时间

湛庐希望成为一个“与思想有关”的组织，成为中国与世界思想交汇的聚集地。通过我们的工作和努力，潜移默化地改变中国人、商业组织的思维方式，与世界先进的理念接轨，帮助国内的企业和经理人，融入世界，这是我们的使命和价值。

我们知道，这项工作就像跑马拉松，是极其漫长和艰苦的。但是我们有决心和毅力去不断推动，在朝着我们目标前进的道路上，所有人都是同行者和推动者。希望更多的专家、学者、读者一起来加入我们的队伍，在当下改变未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湛庐文化 Cheers Publishing
a mindstyle business 与思想有关

湛庐文化2008-2012年获奖书目



《正能量》
《新智囊》2012年经管类十大图书，京东2012好书榜年度新书。
35年职业经理人养成心得，写给有追求的职场人。
聆听总裁的职场故事，发掘自己与生俱来的正能量。



《牛奶可乐经济学》
国家图书馆“第四届文津奖”十本获奖图书之一，唯一获奖的商业类图书。
搜狐、《第一财经日报》2008年十本最佳商业图书。
用经济学的眼光看待生活和工作，体验作为“经济学家”的美妙之处。



《清单革命》
《中国图书商报》商业类十大好书。
全球思想家正在读的20本书之一。
一场应对复杂世界的观念变革，一部捍卫安全与正确的实践宣言。



《大而不倒》
《金融时报》·高盛2010年度最佳商业图书入选作品。
美国《外交政策》杂志评选的全球思想家正在阅读的20本书之一。
蓝狮子·新浪2010年度十大最佳商业图书，《智囊悦读》2010年度十大最具价值经管图书。
一部金融界的《2012》，一部丹·布朗式的鸿篇巨制。



《金融之王》
《金融时报》·高盛2010年度最佳商业图书。
蓝狮子2011年度十大最佳商业图书，《第一财经日报》2011年度十大金融投资书籍。
一部优美的人物传记，一部独特视角的经济金融史。



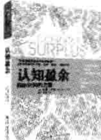
《快乐竞争力》
蓝狮子2012年度十大最佳商业图书。
赢得优势的7个积极心理学法则，全美10大幸福企业“幸福感”培训专用书。



《大客户销售》
蓝狮子·新营销2012最佳营销商业图书。
著名营销及销售行为专家孙路弘最新作品，一本提升大客户销售能力的实战秘笈。



《自营销》
百道网2013年度潜力新书。
全球最具创意广告公司CP+B掌门人的洞见之作，让好产品和好营销同唱一首歌。



《认知盈余》
2011年度和讯华文财经图书大奖。
看“互联网革命最伟大的思考者”克莱·舍基如何开启无组织的时间力量。
看自由时间如何成就“有闲”世界，如何引领“有闲”经济与“有闲”商业的未来。

《爆发》
百道网2013年度潜力新书。
大数据时代预见未来的新思维，颠覆《黑天鹅》的惊世之作，揭开人类行为背后隐藏的模式。

《微力无边》
2011年度和讯华文财经图书大奖“最佳装帧设计奖”。
中国最早的社会化媒体营销研究者杜子建首部作品，一部微博前传，半部营销后传。

《神话的力量》
《心理月刊》2011年度最佳图书奖。
在诸神与英雄的世界中发现自我，当代神话学大师约瑟夫·坎贝尔毕生精髓之作。

《真实的幸福》
《职场》2010年度最具阅读价值的10本职场书籍。
积极心理学之父马丁·塞利格曼扛鼎之作。
哈佛最吸引人、最受欢迎的幸福课。







全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湛庐文化 Cheers Publishing a mindstyle business 与思想有关

延伸阅读

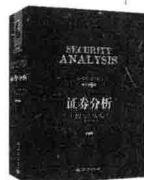
《证券分析（第6版）》（套装上下册）

◎ 巴菲特唯一亲笔作序推荐图书，耶鲁首席投资官大卫·斯文森，摩根大通主席兼首席执行官杰米·戴蒙，捐献基金领袖杰克·迈耶等数十位华尔街大鳄联袂推荐。

◎ 作者格雷厄姆被誉为“现代证券分析之父”、“华尔街教父”、价值投资理论奠基人，被顶级投资大师所推崇。

◎ 巴曙松带领专业人士翻译团队，历时一年半潜心打造的最专业、最权威的中文译本。

◎ 上海证券交易所总经理黄红元，国泰基金管理公司总经理金旭，兴业银行行长李仁杰鼎力推荐。



扫码直达本书购买链接



《2013年中国资产管理行业发展报告：大资管时代来临》

◎ 中国资产管理行业的年度晴雨表。

◎ 著名金融学家巴曙松连续八年的资产管理行业洞察。

◎ 在金融改革的大背景下，当分业经营壁垒被打破，各类资产机构在大资管时代将如何应战？



扫码直达本书购买链接



《应用价值投资》

◎《证券分析》实践版，第一部指导投资者实践格雷厄姆与巴菲特投资理念的应用之作。

◎《安全边际》作者塞思·卡拉曼、GAMCO投资公司董事长马里奥·加贝利、“华尔街大师中的大师”布鲁斯·格林沃尔德诚意推荐。



扫码直达本书购买链接

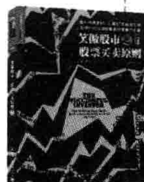


《笑傲股市之股票买卖原则》（经典版）

◎ 比肩沃伦·巴菲特与彼得·林奇的投资宗师威廉·欧奈尔50年投资心得。

◎ 畅销100万册的散户投资圣经，全球600位顶级基金经理人奉为圭臬的投资理论，8 000万中小投资者的指路明灯。

◎ 5大股票买卖原则+3大投资建议，笑傲牛熊的制胜法则。



扫码直达本书购买链接



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

目录

引 言 投资的“四大支柱” / I

第一支柱 **投资理论**
野兽的天性

01 没有血性，哪里有荣誉 / 003
神仙的传说
过去几百年间的风险与收益
债券定价与收益的再考察
20 世纪的债券收益率
20 世纪的股票、债券与国库券
风险，第二维度
美国市场以外的股票收益
公司规模与股票收益
公司质量与股票收益
风险与收益的历史记录
[投资金律]

02 度量风险 / 045
未来股息现金流
充分发挥数学的作用
戈登模型的更新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何分析贴现率与股票价格的关系
贴现率与单个股票
社会贴现率与股票收益
真实的收益率
真实与期望之间的分离
[投资金律]

03 市场比你聪明 / 081
统计学让生活变得更美好
阿尔弗雷德·考尔斯三世
更坏的消息：市场冲击
大规模的资金应该如何投资
投资预测行业的其他“精英”们
尤金·法玛高喊着“我找到了”
巴菲特与林奇
真正的坏消息
比尔·福斯的伟大想法
税收
为什么我不能自己购买并持有股票呢
为什么指数化“不起作用”
[投资金律]

04 完美的投资组合 / 115
投资组合的重大事件
第一步：风险资产与无风险资产
第二步：在全球范围内确定股票配置
第三步：规模和价值
第四步：部门
什么才是真正的最优配置
[投资金律]

第二支柱 投资历史
当市场陷入疯狂状态

05 疯狂投机的历史回顾 / 141
“潜水寻找”美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

南海泡沫
失败的罗曼史与第一家运河公司
一个非常赚钱的计时器
维多利亚女王与首次火车之旅
“华尔街的完败”
不断发展的市场和俏皮的 20 世纪 50 年代
雅虎公司

06 市场触底，痛苦与机遇并存 / 169
“股票已死”
本杰明·格雷厄姆骑虎难下
如何控制恐慌
泡沫和萧条

第三支柱 投资心理学
分析师的建议

07 错误的投资行为 / 183
错过了一场篮球比赛的理查德·泰勒
不要被大众的观点所迷惑
不是每个人都能获得平均收益
刚刚过去的历史不在你的掌控范围内
刺激的投资
对风险的误判
树木永远不会长到与天同高
无法看到的真面目
令人遗憾的会计
乡村俱乐部综合征
[投资金律]

08 行为疗法 / 199
将羊群圈养起来
不要让过度自信控制你的思想
忘记过去的十年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

敢于迟钝
直面你的风险
不存在伟大的公司
享受随意
整合你的心理账户
不要变成超级富翁
[投资金律]

第四支柱 **投资行业**
骗人的吠犬

09 经纪人并不是你的好伙伴 / 211
梅里尔的背叛
股票经济活动不为人知的另一面
委托交易并不是有原则的交易

10 共同基金也不是你的朋友 / 223
侵占你的利益
胜利在望，但还没有完全摆脱困境
猎杀基金
照看好你的饼干盒
博格先生冲破了包围圈
[投资金律]

11 当奥利弗·斯通遭遇华尔街 / 241
我应该听谁的

总 结 **投资策略**
赢家的游戏

12 有多少钱你才觉得够用 / 253
永远的退休人员
退休人员：祈祷上天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储蓄游戏
其他目标
[投资金律]

13 确定你的投资组合构成 / 267
砖块
装卸与分割
木料
木瓦板
你想搭建什么样的房子
复式住宅
应税的特德
避税的山姆
中间的艾达
年轻的伊冯娜
将投资技巧传给你的孩子
从来没有一劳永逸
[投资金律]

14 已经开始，继续前进 / 307
习惯着眼于长远
玩长线
调整的频率应该是多少
退休账户的调整
为那些需要帮助的人所准备
[投资金律]

15 最后的话 / 322
支柱一：投资理论
支柱二：投资历史
支柱三：投资心理学
支柱四：投资行业

译者后记 / 325

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FOUR PILLARS OF

第一支柱

投资理论

INVESTING

Lessons for Building a Winning Portfolio

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

野兽的天性

1798 年，法国远征军在指挥官拿破仑的带领下入侵了埃及。这支部队仅仅按最简单的地图行军，对埃及的气候和复杂地形一无所知。毫不意外，这次入侵变成一场历时 3 年的彻底的灾难，战士们垂头丧气，忍受着伤病和饥饿的折磨，他们中的一些被指挥官所抛弃，坚持到最后的也被土耳其和英国的军队绞杀。

不幸的是，很多投资者在投资的时候，同样毫无准备：没有认真严密的计划方案，对投资领域的很多特征和运行规律也毫不知晓。如果不能很好地掌握风险与收益之间的关系，不能科学地估计收益，不能清醒地认识其他投资者与自己的相互关系，以及投资规划的相关运行机制，他们的命运将和拿破仑的远征军一样悲惨，注定要遭受失败的厄运。投资理论的每一个主题都很容易掌握，本书将会在随后几章的内容中对这些知识进行系统的介绍。

第 1 章主要是对过去的几百年时间里，美国和欧洲市场上收益与风险之间的关系，做一个系统的说明，这些内容是至关重要的。我们所介绍的内容时间跨度很长，这是因为：你对历史了解得越详细，为未来所做的准备就越充分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

01 没有血性，哪里有荣誉

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

很多事情，对于入门者来说，很难通过文字或者图片的形式解释得清清楚楚。就像你损失了一大笔钱，无论我怎么描述，都很难真正地将这种心情表达出来。

——小弗雷德·施韦德，《客户的游艇在哪里》

经常有人问我，证券市场的行为表现是否是理性的。我的回答是：这取决于你的时间维度。在每个工作日上午的 9 点 31 分，把电视调到消费者新闻与商业频道（Consumer News and Business Channel，简称 CNBC），映入你眼帘的是各类伪专家的点评和观点。

这样疯狂的情景，很容易让人失去理智。不过，当你退后几步，在几十年的时间区间内审视市场时，市场行为就像美国 NBA 每年东西部联盟决赛那样，完全是可以被预测的。与其他事情相比，风险与收益之间的关系显得格外清晰。收益率高的资产，要冒的风险就大，而相对比较安全的资产，收益率自然就比较低。展示风险和收益之间这种关系最好的方式，就是在上百年的证券市场发展过程中，比较股票和债券的收益率情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神仙的传说

20 世纪 50 年代，当我还是一个孩子的时候，我非常珍惜每个月去理发店的机会。我每个季度支付一次理发的费用，每次理发的时候，我都非常高兴地急着坐上那巨大的理发椅子，像一个成人一样，享受 15 分钟的理发服务。与理发师谈话的内容，通常都围绕电视机展开：电视机很小，外面的红色木质电视框却很大。电视节目反映出那个时代的清纯：《我爱露西》（*I Love Lucy*），如果足够幸运的话，电视剧播放完之后，我们还能看到下午的棒球赛。然而我却从未记得，有哪次谈话或者节目的内容涉及金融。股票市场、经济形势、美联储的诡计，或者政府的财政支出等话题，从未在理发店被提及过。

而我们今天的生活，却被各种各样的金融信息包围，股票信息像海浪一样不停地侵袭着我们。在那些股票市场交易异常活跃的日子里，我们每天的工作都被大量的新闻故事和人物谈话充斥，而这些内容无外乎证券价格波动的原因，以及背后推手到底是什么。即便是在交易很平静的日子里，我们也不可能逃避来自电视屏幕，或者期刊杂志等方面的各种股票信息，人们总在讨论真实的股票市盈率应该是多少。

对于普通老百姓来说，股票投资是他们长期投资的最优选择。不管在什么时候，我们中的大多数人，都希望自己的财富能够像图 1—1 显示的那样，不断往上涨。图 1—1 表明，如果你在 1790 年的时候，在美国股票市场上投资 1 美元，那么到 2000 年的时候，你当时的 1 美元投资带来的收入将会超过 2 300 万美元。

遗憾的是，由于这样或那样的原因，没有一个人、一个家庭或者一个组织获得过这样的收益。首先，我们今天的投资是为了明天的消费。事实上，这是投资的本质所在：用今天消费享受的减少，换取未来更多的收入。由于复利的存在，只要时间足够长，当初的一小笔投资也能带来巨额的回报。

在过去的 200 年时间里，如果每年的支出增加 8%，那么最后的总收益就只有原来的 1/8。例如，在上文提到的例子中，如果投资收益率每年降低 1%，到 2000 年时，总收入将会由原来的 2 300 万美元降至 300 万美元。如果收益率每年降低 2%，最后的总收入将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有 40 万美元。很少有投资者会有这样的耐心，让他的劳动果实一直成长下去，将投资收益进行再投资，而从不用收益进行消费。即使他们有这样的耐心，他们那些挥金如土的败家子后人，也可能会让他们辛辛苦苦积累起来的财富，以更快的速度被挥霍掉。

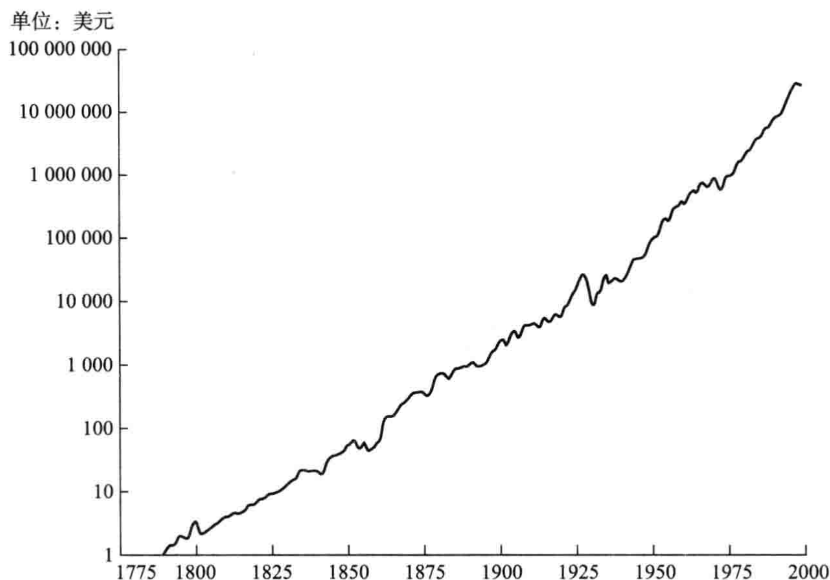


图 1—1　美国股票市场上投资 1 美元所带来的价值

不过，即使中途不提取任何资金，图 1—1 仍然具有很大的欺骗性。因为这需要忽略佣金和税收，而这些支出可能会导致收益率下降 1% 或 2%，这样的话，潜在的最终收入可能会从 2 300 万美元下降至 300 万美元，或者只有 40 万美元。更重要的一点是，它忽视了“存活者偏差”（survivorship bias）。“存活者偏差”指的是，最好的结果只有在历史教科书中才会出现，而金融市场如果不能延续，就不可能获得如此高的收益。投资者如此关注美国经济和股票市场过去 200 年创造的财富，这一点毫不奇怪；冠军，我们的股票市场，是最引人注目的，而那些不成功的资产投资，则很快就从我们的视线中消失了。

然而，即使是全球投资者，也很难在 1790 年就将美国作为成功的典范。在成立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之初，美国也充满着不确定性。在最初的 100 年时间里，美国也经历了各种磨难，包括银行危机、过度投机和南北内战，这一切很难让人对美国信心百倍。19 世纪最为惊险的事情，是美国财政部险些破产，在摩根大通集团天才般组织能力的帮助下才逃过一劫。另外，在过去的 200 年时间里，对普通人来说，股票是遥不可及的。大约在 1925 年之前，即使是富有的美国人，想通过可靠而又有效率的方式购买股票，也是一件不可能的事情。

最糟糕的是，在 2002 年，有关历史上最高股票收益率的好消息，无意中被泄露出去了。由于历史原因，许多金融学者研究美国股票收益率的数据，都是从 1871 年开始的。需要强调的是，1871 年距离美国南北内战结束只有 6 年时间，那个时候，工业股票的价格非常低廉，仅为年收益的 3~4 倍。而今天的股票价格约为年收益的 10 倍，这使得在过去 130 年时间里，再次出现这种收益率的可能性大大降低。

投资者对风险的理解也有一些小问题。图 1—1 中数据的显示存在一定局限性，纵坐标上美元价值的变动幅度特别大，具有一定的欺骗性。在 1929—1933 年的经济大危机时期，股票价值跌去了 80%，这些都不能很好地在图 1—1 中得到反映。1973—1974 年的熊市期间，由于石油危机，很多股票的价值，与考虑通货膨胀率的价值相比，跌去了一半，这在图中的反映也不明显。而 1987 年 10 月的股灾，在图中基本上被忽略不计了。这 3 次严重的股票市场波动，让成千上万的投资者永远地离开了这个市场。对 1929 年大危机后的那一代人来说，占绝对比重的公众投资者都选择不再买卖股票了。

对于每一次牛市，大家都想当然地认为，公众选择的是长期投资，不会因为市场波动而选择卖出股票。然而，由于股票市场的内在规律，下跌不可避免地会来到，市场周期波动使得投资者对继续持有股票失去信心，卖出是自然而然的选择，市场波动进一步加剧，新一轮周期重新开始了。

请记住上文提到的各种情况，在后文中，我们还会充分考虑全世界其他市场股票和债券的历史收益情况，这样就可以更加清楚地认识到，如何获取尽可能高的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书将会告诉各位，如何构建一个既稳健又高效的投资组合。构建投资组合的过程与搭建房子很类似，后者能为前者提供不少有价值的参考。在搭建房屋的时候，聪明的建房人除了要事先画好图纸、打好地基和准备好工具外，最重要的事情，就是要学会挑选有用的建筑材料。

在投资领域，这些材料就是股票和债券，需要我们花大量的时间来研究。我们将会花很大的篇幅，来研究近几百年来的人类投资活动，这一主题与我们的最终目标相一致，其他内容则会证明我们的付出是值得的。我们对人的自然属性、行为和投资历史等“建筑材料”了解得越详细、越充分，构建的“投资大厦”就越坚固。

对金融发展历史的学习和了解，是每一位投资者应当接受的基本教育的内容。这不一定能让我们准确地预测未来，但是，对过去的历史了解得越多，对此时此刻出现的金融风险的判别能力就会越高，至少风险是可以控制的。我们倾向认为股票市场和债券市场的发展壮大，是最近几百年才出现的历史现象，不过，从历史发展来看，信用市场早在两河流域文明时代就开始出现，政府发行债券也有了几百年的历史。更重要的是，自从这些政府债券发行之后，它们的价格就开始随着经济、政治和军事状况的变化而发生改变，正如今天的债券一样。

毫无疑问，哲学家桑塔亚纳（Santayana）的那句至理名言是完全正确的，“那些忘记过去的人必将重蹈覆辙”，这在金融领域体现得尤为明显。金融发展历史为我们提供了价值连城的，有关资本市场属性和证券回报的各种智慧。那些聪明的投资者，在开启他们投资冒险之旅前，都会充分学习历史留给我们的经验财富。

过去几百年间的风险与收益

早在 5 000 多年以前，货币以各种银块的形式出现的时候，信用市场就诞生了。当时谷物和家畜的借贷都是有利息的，冬天借出的 1 蒲式耳（英制的容量及重量单位，1 蒲式耳 =36.37 升）谷物或者小牛，到了来年收获的季节需要加倍偿还。这种做法在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原始社会仍然非常流行（当金银第一次以货币的功能出现时，它们的价值是按照值多少头牛来计算的）。然而货币的出现，放大了投资历史上反复出现的最基本的问题：借方向贷方支付多少回报才合适？

看到这里，你可能会感到很疑惑：为什么我要花这么大的力气，谈论信贷市场的早期发展历史？这是因为它们之间的相关性比较简单。两位著名的诺贝尔经济学奖获得者，佛朗哥·莫迪利亚尼（Franco Modigliani）和默顿·米勒（Merton Miller）早在 40 多年前就意识到在资本市场上，不论股票还是债券，风险调整后的收益率都是一样的。换句话说，如果古人不是通过债券，而是通过股票的方式融资，对于投资者来说，其收益率都不会发生变化。因此，我们需要对过去 1 000 年的投资收益率，做一个科学而又合理的说明。

古代信贷市场的发展历史其实是弥足珍贵的。事实上，从两河流域文明时代开始的很多早期历史记录——萨摩亚（Sumeria）、巴比伦和亚述（Assyria），都表明这些地方对金钱的借贷非常关注。历史上最早的成文法典，著名的古巴比伦汉谟拉比法典的内容主要就是处理各种商业交易。

远古时候的一个小例子就能够说明问题。在古希腊，一个普通的商人都可以申请“船舶抵押借款”，这种贷款以船只为抵押品，如果船只沉没就会丧失回收贷款的权限。对于这样的贷款，利率会根据情况的不同，进行适当的调整以确保公平，例如在和平时期，驶往博斯普鲁斯海峡的船只贷款利率为 22.5%，如果是战争期间，利率水平则上升至 30%。由于沉没或者消失船只，占所有船只的比重可能会小于 10%，所以从个体来看，贷款风险可能很大，但从总体来看，盈利还是很可观的。这是历史上最早的，有关风险和收益之间关系的演示：即使在那个时代，22.5% 的收益率也是非常高的，这个收益率水平充分反映了海运和贸易可能遭受的损失。更进一步，在战争期间，随着风险的不断加大，所要求的收益率水平也随之上升。这更加清晰地解释了风险与收益之间的关系。

我们从古代金融发展的短暂历史中，可以发现另外一件有趣的事情，那就是：利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平同时还反映社会的稳定程度。在动荡的年代，由于公众信任度和社会稳定的缺乏，对收益率的要求自然较高。古代所有的主要文明发展历史，都体现出利率水平的U型特征，在历史初期，由于文明程度比较低，利率水平都比较高，随着文明程度的不断提高和社会的日渐稳定，利率水平逐渐降低，当文明程度达到最高点的时候，利率水平处于最低的状态，随着文明程度的下降，利率水平又开始高涨起来。例如，古罗马帝国时期和公元前200年的利率仅有4%，处于非常低的水平。

通常说来，历史所记录的投资水平，往往代表着那个时代最高的投资回报率。不过，这个记录只能反映繁荣和和平年代的社会，因为只有在发展稳定的社会状态下，才有可能保留这些记录。古巴比伦、希腊和罗马等国家的投资者们所获得的投资收益，都会高于那些被他们征服的国家的居民们所获得的投资收益，这些被征服的国家包括朱迪亚（Judea）和迦太基（Carthage），被征服国家的居民们对他们构建的投资组合的担忧，要高于其他国家。

这并不是什么至关重要的主题。在历史的早期阶段，我们都会遭遇“存活者偏差”。事实上，历史是成功者的杰作，只有那些最好的记录，才会被记入史册。例如，在20世纪，美国、加拿大、瑞典和瑞士的投资者取得的投资业绩最好，因为他们没有受到军事和政治上的干扰，而地球上的其他国家都承受着这方面的痛苦和灾难。德国、日本、阿根廷和印度的投资者就没有那么幸运，他们获得的投资收益率要低很多。

因此，仅仅将历史上最成功国家或帝国所获得的投资收益率，作为衡量你投资收益的标准，其实具有非常大的误导性。

乍一看，上文中所说的成功者和失败者之间的关系，看似和风险与收益之间的关系是相矛盾的。这方面的代表例子是“事后聪明偏差”（hindsight bias），在1913年，很难判断美国、加拿大、瑞典和瑞士等国家的收益率一定高于德国、日本、阿根廷和印度。历史再往前倒推一段，在1650年，法国和西班牙是当时欧洲大陆上经济实力和军事实力都非常强大的两个国家，而此时的英国正处于内战的漩涡中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗马时期 4% 的最低收益率水平，在今天的投资者看来特别有共鸣。没有任何一个国家的公民，会经历像罗马帝国时代那样，文化和政治都处于顶峰状态的情况，以前不曾有过，以后也很难发生。因此，在那样的时代，4% 的投资收益率代表着没有任何风险的自然收益率，只有对自己的国家有充分信心（甚至是过度自信）的投资者，才会要求这么低的收益率。

奥地利经济学家尤金·庞·巴维克（Eugen Von Bohm-Bawerk）这样说道："一个国家的文化和政治水平可以通过其利率水平得到体现——文化和政治水平越高，利率水平就越低。"经济学家理查德·苏拉（Richard Sylla）将利率描述为一个国家的"热度表"：当这个国家发生军事、经济或者政治危机的时候，利率水平就会大幅上升；当这个国家长期处于稳定发展阶段的时候，利率水平就会趋于平缓。

正如我们所见，罗马时期 4% 的利率水平，与美国在 20 世纪的资本总回报率基本相当（此时资本包括股票和债券），可能还会稍高于美国在 21 世纪的总体收益率（4% 的罗马利率建立在金本位基础上，是真实的收益率水平，也就是说，这一利率水平刨除了通货膨胀率的影响）。

同样的现象也出现在欧洲。在中世纪的欧洲，当社会动荡不安时，利率水平通常非常高。当文艺复兴和启蒙运动慢慢打破欧洲黑暗的中世纪时，利率水平开始逐渐下降。为了更好地说明这一点，图 1—2 向我们展示了 13~18 世纪欧洲利率水平的变化情况。

欧洲金融发展史上最重要的创新是创造了"年金"，也就是永远只需支付利息，而不用偿还本金的债券。这与现代保险公司的年金有很大的不同，现代保险公司的年金，会随着所有人的去世而终止支付。欧洲年金通常是由政府发行的，它们被用于战争支出且没有到期日，事实上，这些债券会由最初投资者留给他们的后代并进行买卖交易。新购入者只能享受债券带来的利息收入，而不会获得本金的偿还，但年金为贷款或债券的定价提供了一个非常重要的参考思路。我们有必要花一些时间来探讨这一主题，因为这是现代金融的重要基础之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

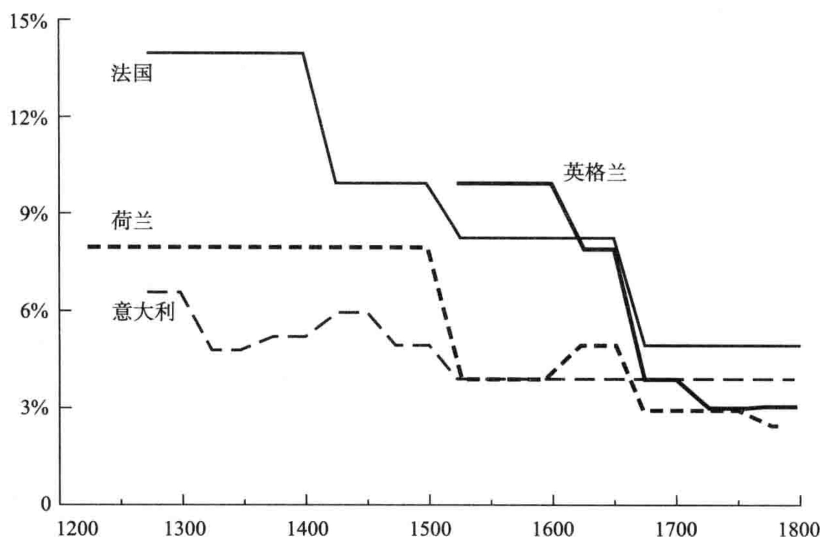


图 1—2 1200—1800 年欧洲利率水平走势

如果你对只偿还利息而不偿还本金的贷款感到困惑的话，不妨试着从美国 30 年期的长期国债入手，这种国债每半年支付一次利息，一共支付 60 期，最后才偿还本金。在过去的 30 年时间里，年通货膨胀率超过了 5%，最初的 1 美元在第 30 年年末的时候只有 23 美分的购买力（换句话说，1 美元的购买力水平下降了 77%）。因此，债券的价值主要来源于利息收入而不是本金。如果将贷款的期限延长至 100 年，在考虑通货膨胀率的情况下，当初 1 美元的购买力到期末的时候，可能连 1 美分都不到。

欧洲政府年金的发展历史对我们今天的研究价值，就在于它的价值计算方法非常简单：只需要将每年支付的利息除以当前的（市场）利率就可以了。例如，某只年金每年支付的利息是 100 美元，当利率水平是 5% 的时候，该年金价值 2 000 美元（100÷0.05=2 000）。如果你在购买该年金产品的时候，市场利率是 5%，然后利率水平又上涨到 10%，这个时候你所购买的年金价值，就下降至原来的一半，也就是 1 000 美元，因为 100÷0.1=1 000。

因此，我们发现长期债券或者贷款的市场价值，与利率呈反比例变化的关系。当利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率水平上升时，价格就会下降，当利率水平下降时，价格就会上升。现代较长久期的债券，也是按照这样的方式进行定价的：债券的收益率水平每上升 1%，比如从 5% 上升到 5.05%，债券的价值就会下跌 1%。

历史上最著名的早期年金是威尼斯政府债券，发行该债券是为了支持共和战争。这些债券和贷款，都是向共和国最富有的居民进行摊派的，所有的钱都汇集到中央登记办公室，该办公室定期向债券登记人支付利息。当时的利率水平确定为 5%，由于当时国内信贷市场的平均利率水平要远远高于 5%，因此以 5% 的水平按照面值购买政府债券，意味着被政府征收了相应的税收。不过，威尼斯财政部允许债券持有人将他们手中的债券卖给其他人，也就是允许债券持有人到中央办公室做转让登记。于是，威尼斯政府债券很快便成为了威尼斯贵族最佳的投资和投机产品，并且在全欧洲都很受欢迎。威尼斯债券的二级交易市场，为研究经济学发展历史的学者们，提供了丰富多彩的研究素材，有助于他们更好地研究欧洲持续几百年繁荣的中世纪债券市场。

威尼斯政府债券要求富人们以 1 000 杜卡特（ducat）① 的价格购买，每年支付的利息为 50 杜卡特，也就是年利率水平为 5%。如果当时二级市场的利率水平是 6.7%，那么债券持有人只能在二级市场上按照面值的 75% 出售债券，也就是卖出价格仅为 750 杜卡特，因为 $50 \div 0.067 \approx 750$。

我在图 1—3 中将威尼斯政府债券的价格，在 14 世纪和 15 世纪发生的变化做了详细的演示（我们将债券的票面价值设定为 100）。在详细了解了资本收益率的历史发展情况后，我们可以更好地界定风险的基本要素和内涵。按照最常用的方式，我们将风险定义为金钱损失的可能性。

快速浏览图 1—3，我们可以看出威尼斯政府债券的持有者，面临着巨大的不确定性。例如，在相对平稳的 1375 年，债券的价格高达 92.5，然而两年之后，由于与热那亚发生了一场毁灭性的战争，利息支付立即变得有悬念了，加上发行了巨额的新债

① 杜卡特是欧洲中世纪流通的贸易金银币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，债券的价格迅速跌到 19，这意味着本金损失了 80%。尽管威尼斯的命运很快发生了转变，但这次金融危机给投资者们带来的信心打击却超过了一个世纪之久，直到 1482 年，债券的价格才重新回到历史高点。



图 1—3　1300—1500 年威尼斯政府债券价格变化情况

即使将这些波折考虑进来，中世纪和文艺复兴时期的欧洲投资者获得的资本回报率还是很高的。然而，这些回报率的获得，都是在承受高风险的基础上实现的，充满着不确定性，甚至显得有些残酷无情。正如我们后面还会看到的那样，欧洲和美洲的投资者们在承担较高风险的同时，也获得了很高的通胀调整后的收益率。哪怕是在当今社会，哪里有收益，哪里就有风险。

对整个金融发展历史的详细分析，是为了构建金融学中非常重要的概念，那就是风险和收益存在着密不可分的关系。如果你决定抓住机会，寻求高收益，就不得不准备着承担高风险。如果你很在意投资的安全性，那么你所能获得的收益率必然会降低。在表 1—1 中，回顾一下威尼斯政府债券在三个不同年份的价格情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1—1 威尼斯政府债券在不同年份的价格情况

年份	价格
1375	92.5
1381	24
1389	44.5

1375 年的时候，威尼斯共和国看起来还很安全，如果威尼斯投资者在这个时候购买了政府债券，那么在接下来的时间里，投资者将会遭受严重的投资损失。如果投资者有足够的勇气，在 1381 年的时候购买政府债券，尽管这个时点看起来很糟糕，却能够获得足够高的回报。高收益率来源于低买高卖，而低收益率则是因为高买低卖。如果你在购买股票或者债券的时候，准备持有 20 年的时间，你根本无法预测卖出时的价格会是多少。不过，根据概率统计学的知识你会发现，只要你购买股票或债券的发行公司不会破产，你现在购买的价格水平越低，未来你获得的回报率就会越高；同理，你现在购买的价格水平越高，未来你获得的回报率就会越低。

这是很基本的常识，但是中小投资者经常会忘记，哪怕是世界上最聪明的金融学家，偶尔也会犯这样的小错误：用金融学的语言来表达，就是他们经常会将预期收益率与实际收益率搞混淆。或者，用普通的语言来表达，就是他们经常将未来与过去搞混淆。这一点也可以按照这样的方式来理解：过去的高收益率意味着未来的收益率可能会比较低，而过去的较低收益率可能意味着未来的收益率会比较高。

这里容易让人感到误解的是，价格比较低的时候，总是充满着危险和不确定性。获得带来较高回报率的低价格，不可能不承担损失和风险。现代投资者都很清楚：如果没有 19 世纪的低迷和 1929 年大萧条带来的价格暴跌，美国投资者不可能获得如此高的收益率。相应的，在世贸中心大楼被撞之前，经济、政治和社会环境都很平静，股票价格已经涨得很高了，在这样安全、平稳的环境下平均回报率都比较低。

债券定价与收益的再考察

到目前为止，我们都是在非常长的历史跨度中研究信贷和债券收益率。现在，有必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要对每个时间段债券的自然属性、风险及行为表现做更深入的分析和探讨。我们假定你是非常著名的威尼斯商人，很喜欢在酒店里小饮一杯巴多利诺酒，思考着威尼斯政府债券的价值大概是多少，这些债券是你的先人购买的，现在已经从贷款办公室那里注册登记到你的名下。

从你自己和你父母乃至你祖父母的经历来看，你知道这些年金的价格与两大不同的因素紧密相关。第一个因素是绝对安全性：不论发生什么情况，国家都存在。当战争来临时，利率会上升，债券价格自然就会下降。当危险过去后，利率会下降，债券价格自然就会上涨。因此，风险就是债券的发行人存续下去的可能性（在本例中，就是国家能否存续的问题）。在现代社会，我们对公司破产的担忧远远胜于军事危机。

不过，你还会注意到一些其他的事情：即使是在最安全的时候，当信贷变得特别容易，利率开始下降时，债券的价格就会上涨。当信贷变得比较紧张，利率开始上升时，债券的价格就会下降。当然，这是年金定价铁的定律，也就是说，如果利率上涨一倍，价格就会下降至原来的一半。

随着信贷市场上的情况发生变化，你们家族的财富也会跟着上涨和下降，你开始感到焦躁不安。你会问自己，有没有可能财富会持续减少，甚至消失。我们在后面会对此作出回答，答案是：完全有可能。

不过，在继续探讨之前，让我们重新再回顾一下。第一种风险：土耳其人战胜了共和国，或者你邻居的船只沉没了，这样的风险被称为“信用风险”。换句话说，由于债券发行人的失败，你面临本金损失部分乃至全部的可能性。第二种风险：由于利率的上升和下降引发的风险，被称为“利率风险”。对于现代投资者来说，利率风险与通货膨胀风险总是同时存在的。当你购买了 30 年期限的长期债券，你所承担的最大风险其实是通货膨胀风险，它将会让你的本金和利息变得分文不值。

应对利率风险的最好办法，是缩短借贷期限。如果你的贷款或者债券期限只有一个月，实际上你就无需承担利率风险或者通货膨胀风险，因为 30 天很快就过去了，你很容易按照新的、更高的利率水平进行再投资。早在古巴比伦时期，人们就开始在二级市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场交易各种投资产品，投资者通过选择短期贷款 / 证券来规避利率风险。遗憾的是，短期贷款有着自己特有的风险。

我们有必要对有些内容做一个统一。因为在接下来的几章内容里，我们将短期债务工具（通常期限在一年以内）称为“国库券”，而将长期债务工具称为“债券”。两者之间的比较，直到 1694 年英格兰银行的诞生才出现。英格兰银行一出现，就在英国的信贷市场占据统治地位。

在 1749 年，英国财政大臣（相当于美国的财政部长）亨利·佩勒姆（Henry Pelham）统一了全国长期债券工具的发行。这些债券工具后来变成了著名的“永久性国债”。它们每年只支付利息，正如前面所介绍的威尼斯政府债券，实际上是一种年金工具。直到今天，也就是这些债券发行两个半世纪之后，它们才能被交易。这些永久性国债，正如威尼斯政府债券那样，为历史学家研究几个世纪以来债券定价，提供了不间断的历史记录。

国库券就是具有一定面值的商业票据，通常以贴现的方式出售。假设英格兰银行出售面值为 10 英镑的国库券，这些国库券的出售价格可能是 9 英镑 10 先令（9.5 英镑），一年后，这些国库券按照面值 10 英镑被英格兰银行赎回。这样的话，一年期的国库券利率就为 5.26%（10÷9.5=1.052 6）。

图 1—4 详细展示了 19 世纪英格兰的国库券（银行存款）和国债（永久性国债）的利率水平变化情况。现代投资者都能预测到，国库券的利率水平，要低于永久性国债的利率水平，这是因为国库券无需承担利率风险（通货膨胀风险）。然而在 19 世纪的大多数时间里，短期利率水平却高于长期利率水平。这可能是由以下两个方面的原因导致的。第一，正如我们在后面所要讨论的那样，直到 20 世纪才出现了持续的恶性通货膨胀。当金银充当货币的时候，投资者不用担心货币贬值。第二，富有的英国人看重的是永久性国债的稳定现金流。国库券的收益率波动比较大，希望维持一定生活水准的贵族发现，国库券利率水平的上下波动会带来诸多不方便。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会发现，短期国库券利率水平的波动程度，要比永久性国债大很多。因此，购买短期国库券的投资者，要求更高的回报率来补偿更多不确定性带来的影响。图 1—4 同时还揭示了一些更重要的事情：随着英国社会越来越稳定，总体利率水平处于不断下降的过程中。在 1897 年，永久性国债的收益率最低为 2.21%，此后这一低利率水平再也没有出现过。这表明，政治和军事稳定的大英帝国，再也没有回到当初的辉煌历史。

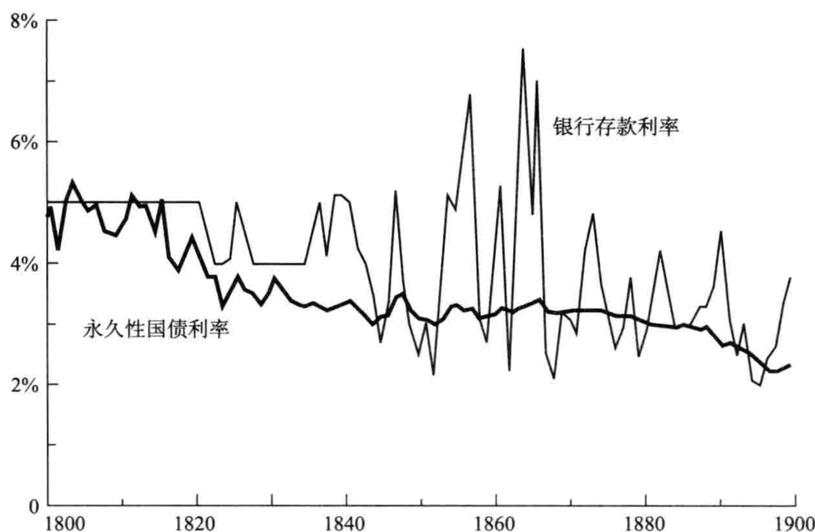


图 1—4　1800—1900 年英国短期和长期利率水平

国库券支付的不确定性，与永久性债券的利率风险之间的权衡关系，在 20 世纪发生了转变。第一次世界大战之后，金本位制度被放弃，通货膨胀开始变得越来越严重，现代投资者要求长期债券和年金的收益率回报远高于国库券。这是因为长期债券和年金面临的，由于货币贬值（通货膨胀）而导致的风险，要比国库券高很多。在最近几十年的时间里，长期利率水平要高于短期利率水平，因为投资者对承担长期债券的通货膨胀率风险，提出了更高的补偿要求。

英国利率发展变化的历史，再一次明确了收益与风险紧密相连的概念。英国在 1789—1814 年的无政府状态和各种破坏活动，使得投资者对国债提出了更高的回报要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求。与其他安全的永久性国债相比，这一时期英国的收益率是 5.5%（记住，这剔除了通货膨胀的影响）。维多利亚女王时代后期的英国人，从当时的社会环境来看，处于一个非常稳定和平的状态。在社会安定的情况下，收益率通常都比较低。历史有时候也很残酷，对 1900 年后的英国投资者来说尤为如此，社会十分动荡，股票和债券的收益率却非常低。

这些经验教训对现代投资者来说，是非常重要的。在 2001 年“9·11”事件发生之前，很多投资者都为经济的强劲增长，和战后稳定和平的社会环境所鼓舞。然而，正如市场发展的内在逻辑和历史规律告诉我们的那样，当外界环境处于最好状况的时候，投资收益率往往是最低的。由于收益率与价格之间存在着反比例变化的关系，稳定和繁荣意味着资产价格比较高，未来的收益率因此往往都比较低。相反，当事情发展处于崩溃的边缘，承担着巨大风险的时候，收益率往往是最高的。在后面的论述中，我们将不断重申这一思想。

20 世纪的债券收益率

20 世纪的债券收益率发展历史，无疑是独一无二的。即使是对金融发展历史有着非常深入和全面的了解的专业人士，也很难为经历了 19 世纪的投资者们，提供 1900 年之后的全世界固定收益债券市场的发展建议，化解各种风险。

为了更好地理解发生的事情，我们有必要简短地介绍一下 20 世纪初发生的，货币制度由原来的金本位制度转向纸币本位制度的情况。前面我们已经介绍过，第一次世界大战之后，各国逐渐放弃了金本位制度。在这之前，除了几个特别的时间段外，黄金代表着货币。在美国，不论是投资者还是交易商，他们手中仍然持有充足的鹰徽金币，包括 1/4 块（$2.50）、半块（$5）、全块（$10）和两倍（$20），这些货币仍具有法定清偿能力。由于这类货币的供给非常充分，它们的价值并没有体现出来，实际价值不足它们的金属价值。然而，当黄金价值超过它们的面额价值后，它们就退出了流通领域。例如，1/4 块的鹰徽金币，重量超过了 3.5 克，按照当时的金价，价值 35 美元，因此，持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有者不可能愚蠢到，将价值 35 美元的货币按照 2.50 美元的面值（鹰徽金币的面值为 10 美元）进行交易。

很长时间以来，黄金的价值与其他商品和服务相比，都处于一个非常稳定的水平：在但丁所处的时代，28.3 克黄金能够购买一套非常尊贵的男士服装，而在几年前，同样重量的黄金，你仍然可以购买一套相当不错的服装。由于一战以后发生了严重的通货膨胀，世界各国黄金的流动越来越不稳定，使得从吕底亚时代（Lydian）开始的金本位制度，在一战结束后的 20 年时间里彻底消失了。

由于没有了将纸币兑换成黄金的义务，各国政府开始大量发行纸币，有时候甚至是没有任何限制地发行，20 世纪 20 年代的德国就是最典型的例子。这样做的结果，就是导致了全球范围内的通货膨胀，整个 20 世纪全世界都面临这样的难题，1980 年通货膨胀达到了最高点，于是全世界的中央银行和财政部不断提高利率水平，最终货币的发行速度慢了下来。

这种情况对投资者信心的打击却是巨大的。在 20 世纪之前，债券投资者习惯用美元、英镑和法郎购买债券，这些货币在很长的时间范围内，都没有贬值过。在 20 世纪初的时候，投资者仍然相信当前的一美元、一英镑或者一法郎在接下来的 50 年时间里，购买力能够一直保持下去。在货币本位转向纸币本位制度之后的 20 年时间里，他们逐渐意识到，他们持有的债券价值与购买的时候相比，缩水不少，其原因就在于利率水平的不断上升（利率水平的变化反映在图 1—5 和图 1—6 中）。这样的结果让债券投资者们损失惨重。

债券投资者在 20 世纪遭受了沉重的打击，这被经济学家称为“千年的洪水猛兽”，在此情形下，黄金支持下的货币价值恒定不变的情况不见了。在 20 世纪之前，有些国家偶尔会在战争时期放弃金本位硬通货制度。在第一次世界大战前，永久地放弃金本位制度从来没有被考虑过。然而，在第一次世界大战后，情况发生了改变，很多国家永久性地放弃了金本位制度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

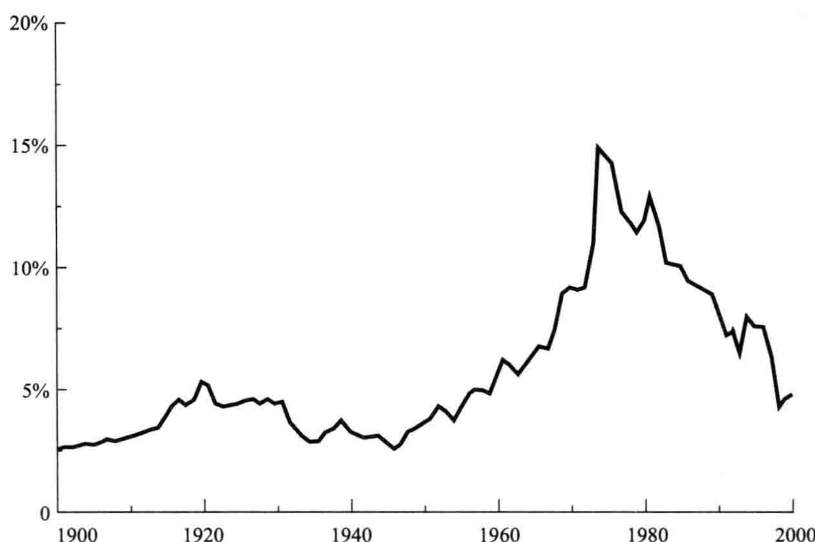


图 1—5　1900—2000 年英国永久性国债的利率水平

投资领域的变化是巨大的，债券投资导致的金融损失，以前只有在革命和军事动荡时期才会出现。即使是在美国，虽然 20 世纪美国政府和领土都没有遭受任何战争或者危机的冲击，但是债券投资造成的损失也是惊人的。

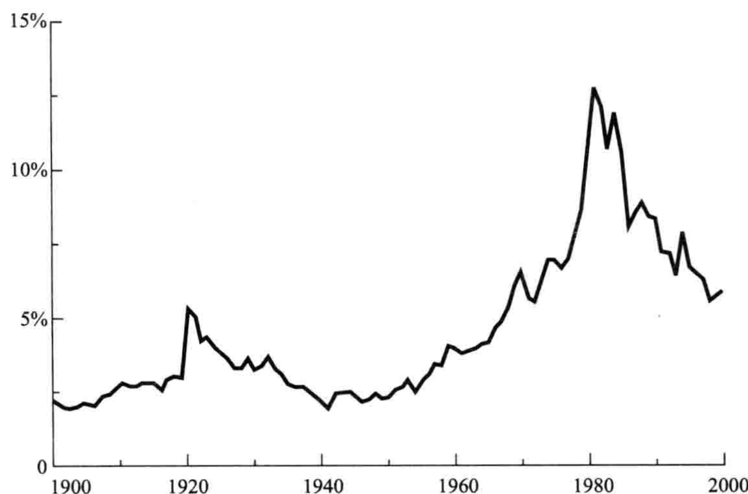


图 1—6　1900—2000 年美国政府债券利率水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一方面，考虑到在1913年的时候，美国股票投资者和债券投资者的收益率还是5%。债券投资者有理由相信，这5%的收益率就是真实收益率，也就是说，债券的固定价值在长时间内不会发生变化。而另一方面，股票投资者不得不在股票股息预期增长，与股票高风险之间进行权衡选择。金本位制度在全世界范围内被抛弃，使得所有的事情都发生了很大的逆转：债券投资者所持有债券的未来价值，由于通货膨胀率较高而下降不少，同时股票投资者持有股票的价值，在通货膨胀的背景下，随着公司盈利能力的提升和股息分配的增加而上涨了许多。投资者花了几代人的时间才意识到这个问题。在这个过程中，股票的价格飞速上涨，而债券价格却持续下降。

不过，投资者不必为今天的纸币制度感到遗憾，因为被凯恩斯称为“野蛮遗留物”的金本位制度其实更差劲。在硬通货时代，货币供给其实处于无法控制的状态，政府被迫按照居民的意愿，将票据兑换成黄金，或者进行相反的兑换活动，这导致了纸币的供给不可能扩大。因为一旦老百姓发现，流通体系中的纸币多到使纸币的价值有所下降时，他们就会去财政部贴现窗口兑换黄金，并将黄金收藏起来。当然，政府也不可能减少货币的供给，以免老百姓发现货币供给减少后，在财政部贴现窗口抢购货币。

问题是，一国的经济发展总是脱离不了从繁荣到萧条再到繁荣的循环。当经济处于萧条阶段时，政府就会发行更多的货币来促进经济增长，而当经济处于繁荣时期时，政府就会从流通中缩紧货币供给。在纸币本位制度下这样运作的好处，要远远大于纸币本位制度下通货膨胀带来的坏处。

由于放弃了硬通货，20世纪债券的发展历史，就变得不那么让人感到欣慰了。回顾图1—5，我们可以清楚地看到1900年之后英国政府债券利率的走势。你会发现，这与图1—4的走势很相似，大多数时间利率水平都处于上升阶段。你所能想象到的另外一幅场景，就是英国债券持有者的悲惨遭遇。1900—1974年，永久性债券的收益率从2.54%上升到14.95%，而价格却下降了83%。

然而，在这段时间里，由于通货膨胀率较高，英镑的价值大约下降了87%，这样一来，尽管发放的利息能够弥补部分损失，但永久性债券的真实价值，在这一时间范围内仍然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降了 98%。美国 20 世纪债券的发展历史同样让人感到心酸。图 1—6 详细展示了美国债券利率 1900—2000 年的发展情况。严重的通货膨胀使美国债券的收益率，同样受到了非常大的冲击。即使考虑了每年发放的利息，20 世纪美国政府债券的年真实收益率也仅有 2%。

尽管预测未来是一件很困难的事情，但是像 20 世纪这样低的债券收益率再次出现的可能性，还是比较小的。首先，我们对债券收益率的调查表明，与 20 世纪的情况相比，现在的回报更加丰厚。

其次，投资者现在有可能通过购买通货膨胀保值债券，来消除通货膨胀风险。美国财政部发行的 30 年期通货膨胀保值债券（Treasury Inflation Protected Securities，简称 TIPS）的收益率水平为 3.45%。不管通货膨胀率有多高，按照真实购买力水平衡量的债券收益率都有 3.45%，而且本金的偿还也是按照通货膨胀率调整后的金额计算的（这与上世纪金本位制度的债券价值相当）。

再次，通货膨胀带来的痛苦是持久的，对于经历过通货膨胀的债券投资者来说，这样的经历非常难忘。在 20 世纪 20 年代，德国遭遇了恶性的通货膨胀，不到几个月时间，债券就丧失了全部价值。德国的投资者说道，“这样的事情再也不会发生了”。在过去的 80 多年时间里，德国中央银行通过控制货币供给，非常小心地调控着通货膨胀率。同样，美国投资者也深受 1965—1985 年恶性通货膨胀的伤害，要求银行在出售美国长期债券时，提供通货膨胀保证金。例如，当时的公司长期债券收益率就超过了 6%，大约比通货膨胀率高出 4 个百分点。

最后，我相信，各国的中央银行还是有能力控制通货膨胀这头猛兽的。

这里的关键问题是：20 世纪债券的收益率水平，不应该被用来预测未来债券的收益率。在前面的几页论述中，我希望我已经对债券的风险做了非常详细的描述。20 世纪货币市场上的震荡，是经济学发展历史上最严重的几次危机之一，未来根据通货膨胀调整后的债券收益率水平，应该跟之前几个世纪的债券收益率相当，保持在 3%~4% 的水平，远远好于过去 90 年时间里，债券收益率基本为零的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票收益率的长期发展历史

有关股票收益率的历史资料，其实是非常有限的。尽管早在300多年前，英格兰、法国和荷兰等国家就存在股票交易活动，但直到美国股市在两个世纪以前诞生，我们才有了关于股票长期收益率的数据和信息。有关全球股票收益率的详细数据，也只是在最近几十年时间才变得便于查找。

在这一点上，我们有必要将股票和债券之间的区别，做一个明确的界定。债券其实就是一笔贷款，绝大多数情况下，债券有其受限的一面：你能得到的最好结果，就是按期收回利息和本金。而股票代表的，是公司未来收益的所有权。从这个角度出发，股票的收益率可以无穷大。

当然，股票和债券都有可能面临100%的损失。尽管债券持有人比股票持有人就破产公司的资产具有优先的索偿权，但如果公司破产了，不管是公司的股票还是债券，都会变得一文不值。股票和债券两者之间最大的区别，体现在通货膨胀上。由于债券的支付是固定的，通货膨胀会带来债券的贬值，当通货膨胀特别严重的时候，债券可能会变得没有任何价值。股票同样受到通货膨胀的影响，不过发行股票的公司可以通过提高公司产品或服务的价格，提升公司的盈利水平，因此，股票的价值会随着通货膨胀同比上升。

但这并不是说股票就优于债券。尽管股票的上升空间无限，有通货膨胀保护，并且收益率水平也通常较高，但是在很多情况下，债券的表现还是更抢眼。

20世纪的股票、债券与国库券

图1—7向我们展示了从1900年开始的美国股票、债券和国库券的收益率情况。图中所传递的信息一点都不会让你觉得奇怪：股票的收益率水平最高（年收益率为9.89%），其次是债券（年收益率为4.85%），最后是安全的国库券（年收益率为3.86%）。所有的这些收益率都是名义收益率，也就是说，它们都没有考虑通货膨胀的影响。统计期间的平均通货膨胀率为3.6%，因此，真实的收益率，也就是去掉通货膨胀影响的收益率，股票大约为6%，债券为1%，而国库券的真实收益率为零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

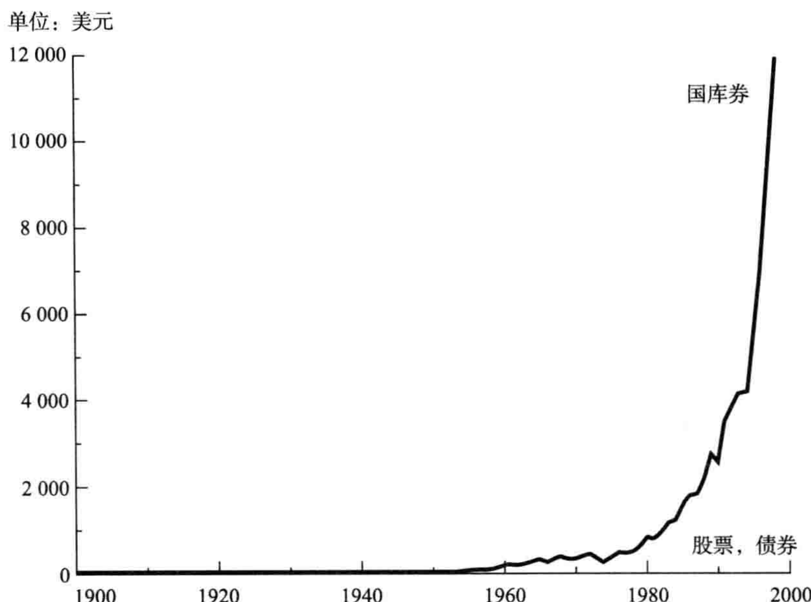


图 1—7　1901—2000 年 1 美元股票、债券和国库券投资价值

要注意，图 1—7 中代表财富的纵坐标单位是“数值型”的，也就是，规模是公平的，每一个单位代表着相同数量的金钱（图中代表着 1 000 美元）。图 1—7 为我们提供的半个世纪的股票收益率信息并不是很有用，当然，债券和国库券的信息则显得更少。

为了解决这一难题，金融学教授们运用另外一种不同的方法，来描述很长一段时间范围的财富创造情况，这种被称为“半对数”的方法正如图 1—8 所演示的那样。这种方法用对数的形式表示纵坐标的财富，每一个单位代表价值上升 10 倍，从 1 美元到 10 美元，到 100 美元，再到 1 000 美元。这种画图方法在个人理财领域被经纪人和投资顾问们频繁用于向中小投资者演示不同国家股票的收益率情况。不过，正如我们在图 1—1 中所看到的那样，半对数的画图方法同样具有很大的欺骗性，因为它没有向我们展示风险因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

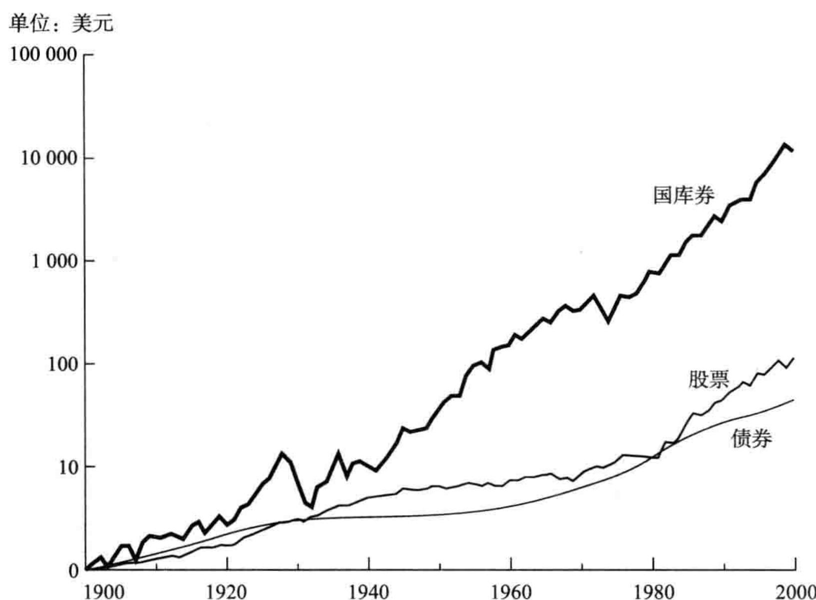


图 1—8　1901—2000 年 1 美元股票、债券和国库券投资价值（半对数方法）

风险，第二维度

对投资收益的研究只是工作的一部分。从本质上看，投资其实是对所承担风险的回报与补偿。到目前为止，我们所说的收益只涉及问题的一个方面，即图 1—7 和图 1—8 中的期末价值表示的年收益率：每年你希望获得的理论收益与期初的价值比较。

风险则是一件很难界定和衡量的事情。风险有两个类别：短期和长期。短期风险有时候更容易处理。我们从国库券、债券和股票的年收益率入手分析，具体的情况可以参照图 1—9 到图 1—11。我们发现国库券足够的安全，基本上没有损失。而债券偶尔会出现亏损，根据杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）教授提供的长期债券数据，1999 年债券的亏损达到 13%。股票的亏损每 3 年就会出现一次，有时候，股票还亏得很厉害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

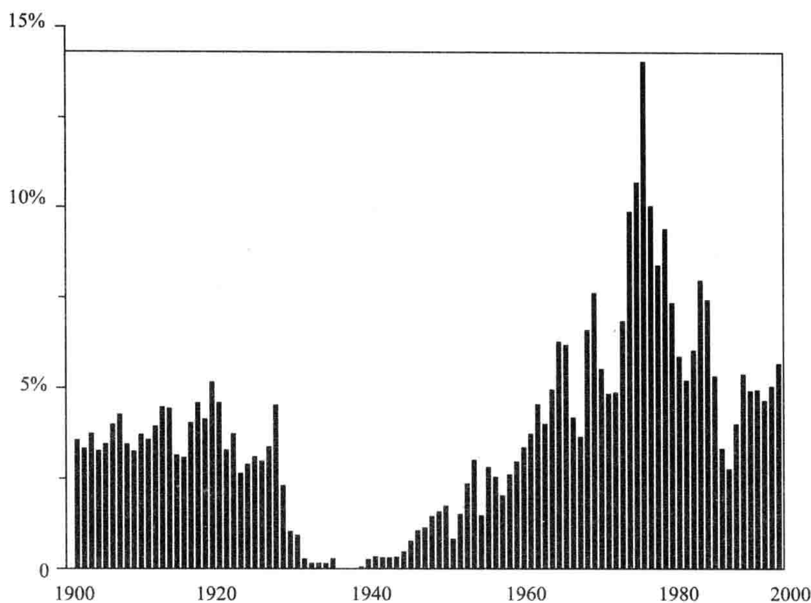


图 1—9　1901—2000 年美国国库券收益率（半对数方法）

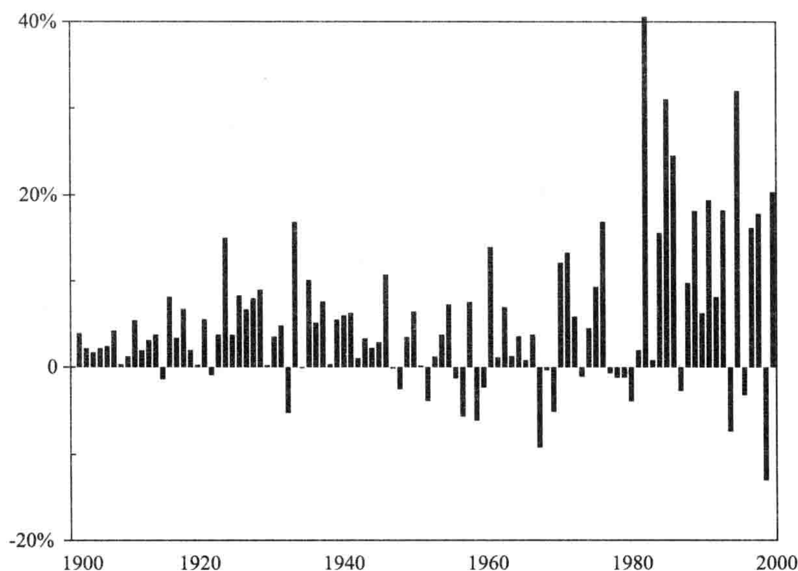


图 1—10　1901—2000 年美国债券收益率（半对数方法）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

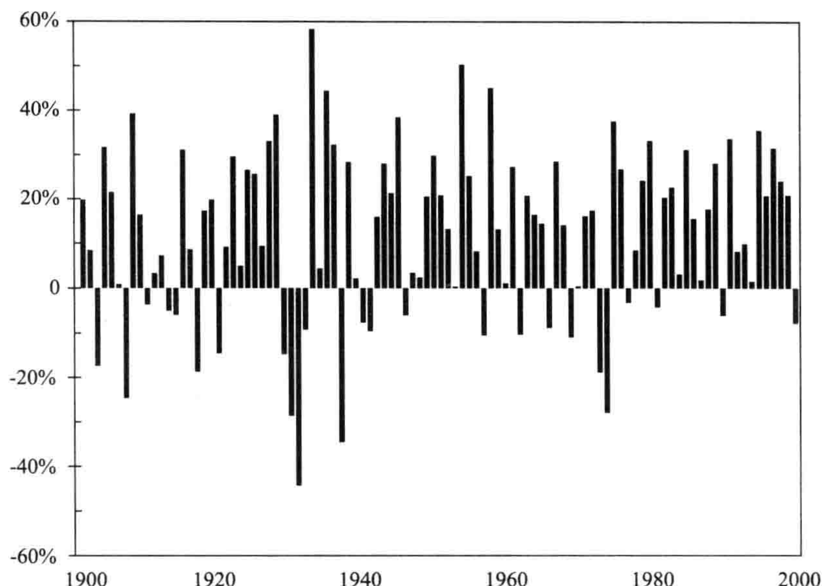


图 1—11　1901—2000 年美国股票收益率（半对数方法）

事实上，有时候股票的表现连续几年都会很差劲。例如，1973—1974 年，股票价值下跌了约 40%，而在此期间，通货膨胀使得 1 美元的价值下跌了约 20%，因此，在考虑通货膨胀的影响后，累计的总损失大约为一半。从 1929 年 9 月市场高点到 1932 年 7 月的谷底，市场损失高达 83%。同一时期，消费品价格同比下降了约 20%，这在某种程度上也降低了总损失。1932 年后，市场出现了强劲的反弹，但是到了 1937 年，市场再一次经历了 50% 左右的下跌。

衡量股票短期风险很容易，统计学家经常使用的指标是“标准差”。这一指标主要衡量的是一系列数值偏离平均值的情况。例如，成年男性的平均身高是 175 厘米，标准差为 7.6 厘米。这意味着大约有 1/6 的成年男性身高超过 182 厘米，另有 1/6 的成年男性身高低于 167 厘米（高于或低于平均值一个标准差）；大约有 2% 的成年男性身高超过 190 厘米（高于平均值两个标准差）。对美国股票市场而言，市场的年平均收益率是 10%，市场收益率的标准差是 20%。因此，正如上面引用的案例表示的那样，低于平均值半个标准差的收益率为零（也就是，平均收益率为 10%，是 20% 标准差的一半）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，正如统计理论所预测的那样，1/3 的时间市场处于亏损状态。最差的情形是低于两个标准差的收益率（亏损幅度大约为 30%），在当时，这种情况发生的概率为 2%。美国股票市场年亏损超过了 30% 的情况也的确如此，在过去的 200 年时间里共发生了 4 次（2% 的年份）。在图 1—12 中，我根据统计规律，将美国股票市场年收益率的分布频率（直方图）与预测的理论分布情况（正态分布曲线）画了出来，发现两者拟合度很好。

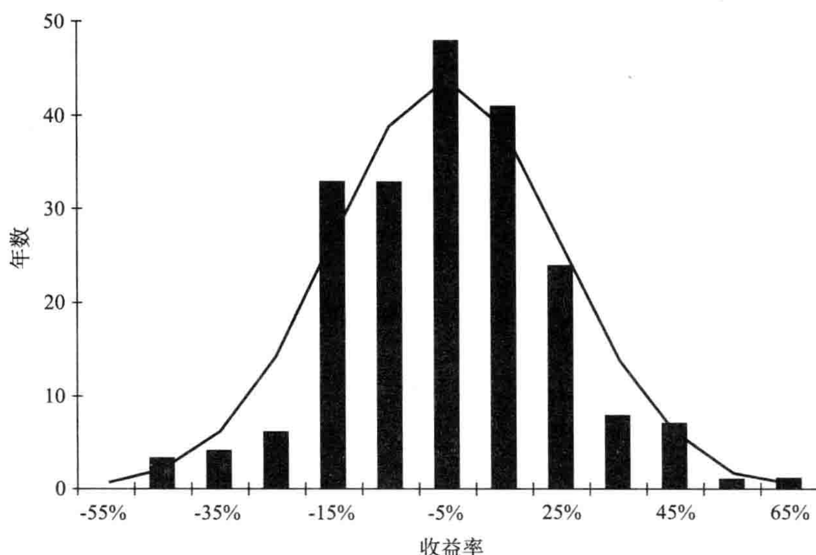


图 1—12　1790—2000 年美国股票年收益率与随机概率分布预测比较

我们对图 1—11 感兴趣还有另外一个原因。很多投资者都有这样的信念：如果遵循正确的指标，或者听从权威大师的指点，他们就能够逃过熊市，降低市场风险。你见过特殊的年收益率模式吗？如果你经历过，那么你就是美元上印着的华盛顿，电影里无所不能的大英雄布鲁斯·威利斯（Bruce Willis）。股票的年收益率基本上都是随机的，也是不可预测的。过去一年的收益率，或者过去 5 年的收益率，对来年的收益率基本上没有任何影响：它处于随机“漫步”的状态。正如我们后面讲到的那样，没有人能够准确预测明天或者明年的市场会如何发展，不管是大型经纪公司的权威、报纸专栏作家，还是共同基金经理人，当然，你的经纪人更没有这个能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪股票价格经历过 3 次严重的下挫，其中一次还是毁灭性的。这给投资者的提示是非常明确的：在你的投资生涯中，至少会经历一次，或许是两次跌幅巨大的熊市。长期风险，几十年间本金损失的概率，则是完全不同的另一回事。很奇怪，人类行为受长期风险的干扰和影响，与短期风险有很大的不同。很明显，长期收益比补偿短期风险的收益要重要许多。

从长期来看，债券的风险与股票基本相当，这看起来像是一个悖论。出现这种情况是因为股票收益讲究的是“平均回报率”，一些表现不好的年份，与表现良好的年份是交替出现的，这样一来，很多亏损得到了弥补。不幸的是，这是一把双刃剑，正如投资者所了解的那样，往往表现不错的年份过去之后，紧接着就是表现较差的年份，让投资者感到郁闷的是，股票过去的几年表现就不怎么样。在图 1—13 中，我将 30 年期的股票真实收益率（根据通货膨胀调整后）以直方图的形式描绘了出来。现在看起来，这些图形都很平缓，没有哪个时间段遭受了名义上或者实际上的损失。这种类型的画法在过去很长时间里，经常被用来说明股票是“风险很小”的投资工具。

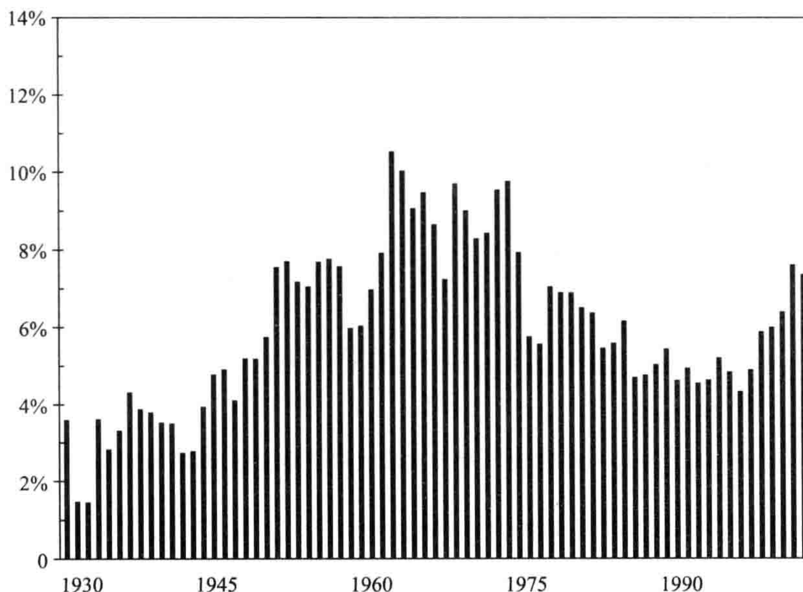


图 1—13　1901—2000 年 30 年期的美国股票的年收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，正如我们在前面看到的那样，图形是很容易作假的。我们注意到最高收益率和最低收益率之差仅为 5%。在 30 年的时间跨度内，按照 5% 的复利累积计算，你会发现总价值之差将高达 4 倍。在 30 年期期末你所拥有的财富，即 30 年后你所拥有的所有本金，以长期风险计算的收益，要远远高于按照年收益率计算的收益。

在图 1—14 中，我详细展示了在 20 世纪美国股市投资 1 美元 30 年后的真实价值（通货膨胀调整后）。我们发现这些真实的价值相差还是非常大的。如果这些 30 年期的最终价值代表着你的退休收入，很容易看出，最好的市场表现与最差的市场表现之间的差距如此巨大，最好的收益会让你的晚年生活过得非常舒适，而最差的收益则会让你在公园里睡长板凳。

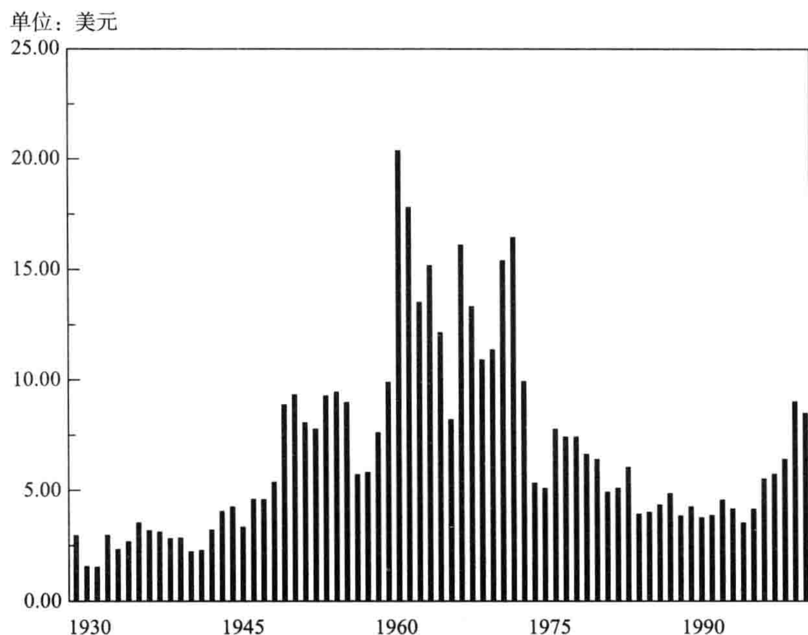


图 1—14　1901—2000 年 1 美元美国股票初始投资 30 期的真实收益

退休计划是一个非常复杂的事情，我们将会在第 12 章对此做更为详细的介绍。你的个人条件也很重要，但有一件事很清楚：对股票市场发展历史的研究表明，市场经常会长时间表现很差劲，这个时间跨度从 15 年到 20 年不等。例如，1966—1982 年，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票收益率仅仅与通货膨胀率持平，在这个时间段内，投资者正好经历了 1973—1974 年的大熊市。如果你正好从 1966 年开始退休，低下的通货膨胀调整后收益率与大规模的资金撤离，将会让你的资产遭受严重的损失：所剩下的资产很少或者基本没有，这样一来，你就没有机会享受接下来的牛市带来的丰厚回报。

债券的情况则更加恶劣，正如 20 世纪 70 年代表现的那样，由于债券的收益不存在逆转，一些表现差劲的年份过后，通常还会跟着表现差劲的年份。这是杰里米·西格尔在他的伟大著作《股市长线法宝》(*Stocks For The Long Run*) 中提出的观点。西格尔教授指出，1802 年以来，股票的收益在 61% 的年份中要高于债券的收益，从 10 年期投资来看，80% 的情形是股票的收益率高于债券的收益率，从 30 年期投资来看，股票收益率高于债券收益率的概率高达 99%。

从另外一个历史阶段来看，情况又有很大的不同，在 1952—1981 年的 30 年时间里，股票的收益率为 9.9%，而债券的收益率仅为 2.3%，同期的年通货膨胀率为 4.3%。因此，在这段时间里，债券投资者的年度真实收益率是负的，亏损了 2%，而股票投资者的年度真实收益率为 5.6%。这 30 年后的 15 年时间里，通货膨胀率都处于非常高的位置，这也从另外一个角度说明，在对抗通货膨胀方面，股票投资要优于债券投资。

短期风险发生的频率并不是按年来计算的，正如我们在市场上能够感觉的那样，短期风险基本上每月、每天都存在。短期风险其实是 24 小时存在，使投资者处于无眠的状态。更重要的是，它很容易使投资者在经历了一轮下跌之后，在底部卖出股票。不过，从长期来看，这并不重要。毕竟，如果你能够在长期投资中获得较高的收益率，又何必在乎短期本金的亏损或者盈利呢？

当然，这些都是说起来容易，做起来很难。就算是那些经历过 20 世纪 30 年代的投资者们，也没有再回到市场。短期投资的困扰在人类天性中，是根深蒂固的，很难被去掉。你需要重新认识自己的短期投资冲动，并根据期限本身的长短来处理。从上文的年度收益率数据来看，你肯定以为度过那些收益率很低的时间段，是一件很容易的事情。但实际上，真正做到这样却是一件非常困难的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回顾历史收益率并且想象自己的本金亏损了50%或80%，就像是在模拟器中经历飞机失事那样痛苦。相信我，你在模拟器中的表现，和你在真实事件发生时的表现完全是不一样的。在熊市中，每个人都坚信自己能够长期持有股票。不幸的是，历史反复告诉我们，在熊市里你很难一直持有股票。大多数投资者仅仅是不能承受满仓股票战略带来的起伏波动。

图1—9到图1—14中有关美国股票市场表现的数据都集中在表1—2中。在这里，你可以更加清楚地看到收益与风险之间的关系：想要获得高收益，就要承受高风险。如果你希望自己赢得较高的收益，就做好准备迎接不时发生的各种损失吧。如果你希望自己的投资安全系数高点，那就降低你的期望收益吧。事实上，最诱人的投资欺诈是给你既安全又高收益的承诺。如果有人向你这样游说，那么扭头走开，坚决不要搭理。这一点是如此重要，我会反复强调：

不想承担高风险就想获得高收益是不可能的事情。低风险的投资伴随着较低的回报率。

表1—2　20世纪美国股票和债券的历史收益和风险　单位：%

资产	年收益率	3年最差的收益率
国库券	4	0
国债	5	−25
大公司股票	10	−60
小公司股票	12	−70

我们将会在后面的内容中，更加深入地分析风险与收益之间的关系，不过，在这里，有必要举一个非常普通的例子加以说明。基本上，你们中的每个人在那些大的共同基金公司，都有一个货币市场账户，因为货币基金收益率要高于银行支票存款账户。你的货币基金账户拥有的其实是大公司发行的商业票据，这并不是完全有保证的，有可能出现违约，而你的银行账户则是有联邦存款保险公司保险的。因此，正是因为你承担了这样的风险，才会要求相应的回报。

当然，共同基金本身也努力让违约这样的事情不发生。尽管偶尔会出现商业票据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

违约的情况，共同基金公司的货币市场账户并没有发生“跌破一美元净值”的事情。1990年不动产抵押信托发行的票据出现了违约，这一信托由许多家大型货币市场基金账户所持有。如果将违约造成的损失分摊到投资者账户，就会给投资者信心带来毁灭性打击，果不其然，基金公司承担了所有的损失，向货币市场基金账户偿还了所有的钱。其中，美国普信集团（T. Rowe Price）就花了约4 000万美元来弥补损失。然而，谁也没有能力保证他们每次都会这样做。此外，银行的收益还受到存款准备金的制约：银行不能将所有的钱都放贷出去。

美国市场以外的股票收益

本章所呈现的各种投资案例和数据，向我们生动地揭示了投资的社会风险因素与收益之间的内在关系。如果社会发展能够存续，那么高风险社会稳定发展中的动荡阶段，必然会带来高收益。正如我们在威尼斯国债的发展历史中所见到的那样，债券的最高收益率都出现在社会由高风险向低风险转型的时期。美国的情况也是如此，就像我们在前面介绍的那样，在过去的200年时间里，美国股票市场的高收益率诞生的情形，与威尼斯国债的高收益情形基本类似。

事实上，美国股票市场过去200年的收益率，代表的是最佳的状况。为了更加真实地审视股票收益率，我们应该尽可能地多考察一些国家，而且时间跨度越长越好。菲利普·乔瑞恩（Philippe Jorion）教授和威廉·戈茨曼（William Goetzmann）教授考察了20世纪全世界股票市场的收益情况，他们画出来的收益率图形，跟美国的情况并不是非常相似。按照他们的悲观论调，我将他们的研究发现画在图1—15中。这张图有些让人费解，不过，非常值得我们去认真阅读。

横轴表示的是每个市场存续的年份。图中右半部分的国家的股票市场存续的时间都很长，它们基本上都是西方发达国家。由于股票市场的发展与社会发展程度紧紧相连，这些发达国家首先创造了股票市场，就显得一点都不奇怪。他们中的大多数，特别是美国、加拿大、瑞典、瑞士、挪威、智利、丹麦和英国，都有非常高的收益率（这些收益率数据都体现在纵坐标上，对没有学术基础的读者来说具有一定的欺骗性，它们都扣除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了通货膨胀率的影响，而且都没有将股息计算在内）。

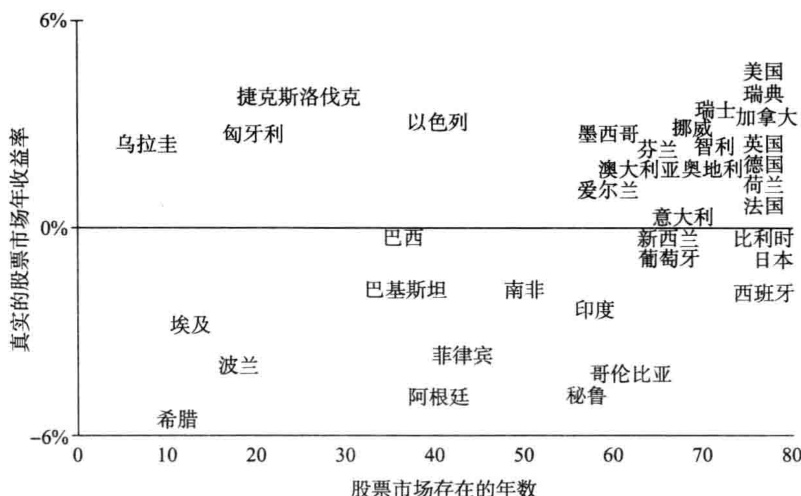


图 1—15 真实的股票收益与市场存续时间长度

我们再来看看图的左半部分。这些国家的股票市场发展历史都比较短，我们将它们称为"新兴市场"。尽管图中各国家分布比较零散，不过我们仍然能够发现在图左半部分的新兴国家的股票市场收益率水平，要低于右半部分"发达"国家的股票市场收益率水平。

有些人认为根据图 1—15 所反映的收益率和风险情况，不应该在新兴市场国家投资股票。然而事情却不是这样简单。要记住，一个世纪以前，美国市场也属于新兴市场的范畴，再往前推 200 年，英国、法国和荷兰这些国家的市场也都属于新兴市场。况且，只有收益率较高的市场才会存续下去，那些收益率较差的市场则不会——"存活者偏差"再一次发挥着作用。

由于那些最稳定安全的社会和国家的市场收益率往往最高，这些国家的股票市场慢慢就变成了最大的股票市场，而且被认为是最成功的代表。由于这些成功案例，我们对收益率的看法可能会产生偏差。股票市场的发展可以帮助我们更好地回顾历史：3 个世纪以前，法国是当时世界上最大的经济体，而过了一个半世纪后，最大的经济体之称又属于英国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然上文更详细的研究，为我们提供了有偏差的国家证券收益率情况。你还是会发现，处于上半部分的这些国家的通用语言都是英语，而且它们在两次世界大战中都饱受创伤。英国和其联邦成员国都遭受了严重的损失，不过欧洲大陆的德国以及俄罗斯、日本和中国等国家遭受的打击几乎是毁灭性的。我们将分析限定在战后经济重建这一段时间内，这为我们分析美国市场以外的投资收益提供了一个相对比较公平的平台。

摩根士丹利欧洲、澳大利亚和远东国际资本市场指数（Morgan Stanley Capital International Europe, Australasia and Far East，简称 EAFE），是衡量美国以外的发达国家股票投资收益率的精确指标。在图 1—16 中，我从 1969 年开始，对 1 美元投资标准普尔 500 指数和 EAFE 指数的收益情况进行了对比。两者的收益率基本相当：EAFE 指数为 11.89%，而标准普尔 500 指数为 12.17%，1 美元期末的价值分别为 36.44 美元和 39.43 美元。

在世界范围内，只需轻轻敲一下键盘，上百万美元的资本就会在全球范围内随意流动，现实的情况就是这样。如果一个投资者可以很自由地在其他国家进行投资，那么，他完全没有必要固守在国内，因为国内的收益率要远远低于其他国家。如果投资者认为澳大利亚的收益率要高于比利时，那么资本就会从比利时流向澳大利亚。这就会进一步降低比利时股票的当期价格，从而提升未来的收益率。而在澳大利亚，情况正好相反。价格会根据预期收益和风险情况进行调整，不论是比利时还是澳大利亚都是如此。假如这两个国家的风险相同的话，没有理由出现一个国家的收益率水平，高于另外一个国家的情形。当然，如果一个国家的投资风险比另外一个国家高，那么，这个国家的收益率水平就会高于另外一个国家，因为只要承担风险就会获得相应的收益补偿。

第二次世界大战以来，美国真实的长期股票收益率大约为 8%（在考虑通货膨胀率和股息发放之后），要高于债券投资收益水平。不过，世界金融发展史告诉我们，不要对美国股票未来的收益有太高的期待。事实上，历史收益率在预测未来收益率的走势方面，都不怎么成功。历史记录的最大价值，是让我们更清晰地认识风险，而不是收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 1—16　1969—2000 年美国股票与国外股票收益情况

公司规模与股票收益

当回顾 20 世纪发展历史的时候，我们越来越关注股票的收益率情况。在最近几十年里，金融学家开始研究公司特征是如何影响股票收益的。

第一个被重点研究的公司特征是公司的规模。公司的“规模”可以有很多方式来衡量：公司的员工数量，公司的销售规模、利润规模，或者公司所拥有的实物资产。不过，最容易衡量，同时对投资者来说也是最重要的指标是市场化资本价值（通常简称为市值），这是公司发行在外股票的所有市场价值。这一指标中最重要的一个市场指数就是加权后的市场价值总和，代表每只股票的市场价值，在总市场价值中所占的比重情况。例如，在本书写作过程中，标准普尔 500 指数中市值最大的公司是通用电气，其总市值高达 4 600 亿美元。最小的公司是美国礼品公司，其市值仅为 7 亿美元。因此，标准普尔 500 指数中通用电气公司的市值，是美国礼品公司的 600 倍（4 600÷7 ≈ 600）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小公司和大公司的回报率有很大的差别吗？的确如此。通常情况下，小公司的股票收益率要高于大公司的股票收益率。在图 1—17 中，我将美国 1926 年 7 月到 2000 年 6 月小公司和大公司股票收益率的情况详细地画了出来。这一数据来自麻省理工学院的肯尼思·弗伦奇（Kenneth French）教授。他根据市场规模，将公司分为三种类型：小型、中型和大型（在表中我省略了中型公司的情况），汇总情况详见表 1—3。

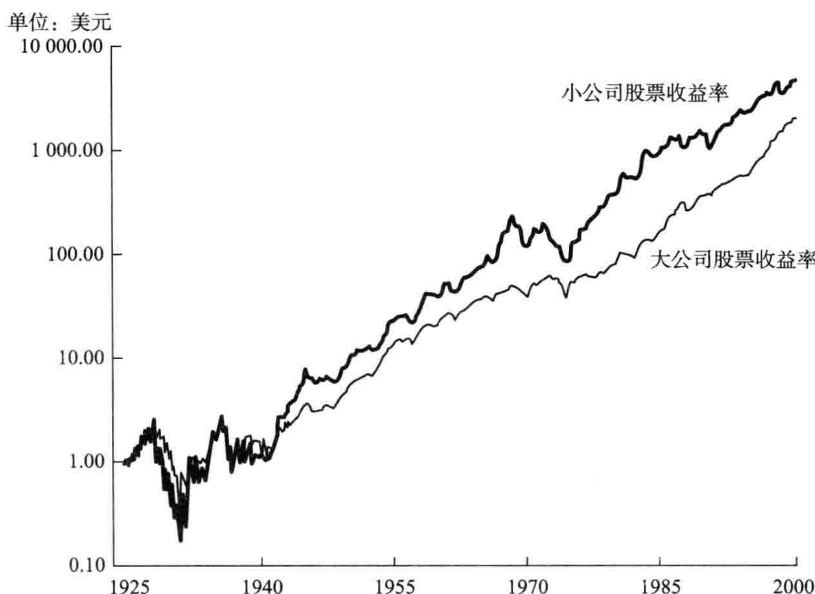


图 1—17　1926—2000 年小公司和大公司股票收益率

表 1—3　　小公司和大公司股票收益率情况，1926 年 7 月—2000 年 6 月

	期末价值	年收益率	9/29-6/32	12/72-9/74
小公司	5 522 美元	12.35%	−90.78%	−53.15%
大公司	2 128 美元	10.91%	−84.44%	−43.47%

尽管小公司股票收益率高于大公司股票收益率，但它们的风险也高出很多。在 20 世纪 30 年代大危机时期以及 70 年代的熊市期间，小公司股票的亏损要远远大于大公司。此外，小公司股票的优势也是微不足道的：年收益率不超过大公司 1.5 个百分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，而且当期限超过30年时，大公司股票的收益率要高于小公司股票的收益率。不过，从长期趋势来看，国外很多市场也存在类似的情况。例如，在过去的46年里，每年英国小公司股票的收益率，要高于大公司股票收益率2.66个百分点。在过去的31年里，每年日本小公司股票的收益率要高于大公司股票收益率1.78个百分点。国外的情况与美国类似，小公司的风险要高于大公司。这再一次证明了这样一个真理：风险和收益之间存在互相置换的关系。的确，如果你希望获得更高的收益率，就需要承担更多的风险。

公司质量与股票收益

我们还需要讨论公司质量这个话题。这很容易理解，公司有“好”有“差”。问题的关键是，你认为市场应该如何对待这两类不同的公司，公司的好坏又如何影响你投资组合的风险和收益。

我有必要介绍一些投资的专业术语。按照一般的说法，好公司的股票通常被称为“成长型股票”，而差公司的股票则被称为“价值型股票”。仔细回顾一下，有两家公司很具有代表性：沃尔玛和卡马特。沃尔玛公司财务状况一直良好，而且广受尊敬，加上在管理上非常出众，盈利能力稳步上升，有着足够的现金流应对各种意外事件。而卡马特则像一只受伤的小狗，一直以来管理都很差劲，加上财务现金流也出现了问题，最近宣告要破产。即使是在状况最好的那几年时间里，它的收入也是不稳定的。沃尔玛就是典型的好公司（成长型）公司，而卡马特则是差公司（价值型）公司。无需多说，卡马特真的是很差劲。

更重要的是，沃尔玛公司除了是表现最好的公司外，还是最安全的公司。沃尔玛公司的收入和资产一直保持着稳定的增长，即使是在经济形势非常困难的时期，沃尔玛公司的经营也没有受到影响。卡马特公司的财务也曾经非常不错，只是最近经济形势衰退，使得公司受到了很大的影响和冲击，以令人难以置信的速度走向衰败。

接下来，我们开始接触到金融学领域最违反直觉的观点之一。这种思想是如此与直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉相违背，以至于很多专业的投资者都感到难以理解。这就是：由于卡马特公司面临的风险比沃尔玛公司高很多，因此投资者期待投资卡马特公司获得的收益率，能远高于投资沃尔玛公司获得的收益率。好好琢磨一下这个观点。如果卡马特公司的预期收益率与沃尔玛公司一样，那么，没有人会愿意购买卡马特公司的股票。因此，卡马特公司的股价肯定会大大低于收益率与沃尔玛公司收益率相同的价位，只有存在足够的盈利空间，投资者才会购买卡马特公司的股票。这里的关键词是预期，而不是有保证。卡马特公司股票的预期收益率要高于沃尔玛公司，但是这是有风险的，因为它可能不会实现。

事实上，购买卡马特公司的股票类似于投资彩票。可能它继续存活的概率并不高，但是，一旦能够继续运转下去，它带来的回报将是惊人的。我们假设卡马特公司存续的概率为 25%，如果它能够继续保持运营，那么它的价格将会以 8 倍速度增长。这样一来，预期收益将达到 0.25×8=2，是它现有价值的两倍。投资不稳定公司的风险是非常高的。然而，在含有很多类似较差公司的投资组合中，有一些公司的表现会超出预期，这就会给投资者带来一个非常可观的回报率。

因此，市场的投资逻辑应该是这样：

好的公司通常股票表现都比较差劲，而差的公司通常股票表现都比较好。

事实真的是这样吗？我们可以响亮地回答说：是这样的！在很长时间内，在很多国家开展的成长型与价值型案例研究，都佐证了这样的事实。这些研究都表明：前景不明朗、安全系数不高的价值型股票虽然收益比较低，但是其未来的预期收益率却远远高于那些收入增长明确的成长型股票。

这个领域里可能最耗费脑力的研究工作，是由芝加哥大学的尤金·法玛（Eugene Fama）和麻省理工学院的肯尼思·弗伦奇完成的，他俩详细研究了成长型股票和价值型股票的表现。他们对大公司和小公司的成长型与价值型股票做了详细的对比，发现价值型股票的收益率要高于成长型股票的收益率。图 1—18 和表 1—4 都对他们的研究工作做出了解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

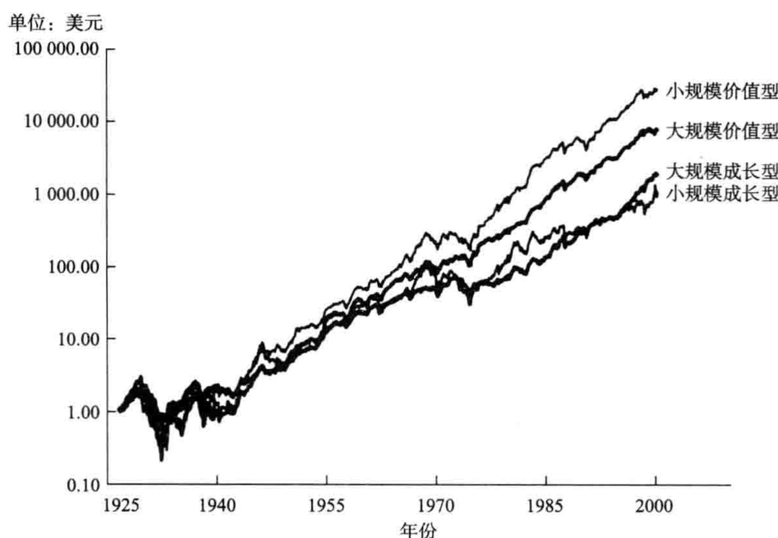


图 1—18　1926—2000 年价值型股票与成长型股票

表 1—4　　价值型股票与成长型股票 1926—2000 年年收益率比较　　单位：%

大规模价值型股票	12.87
大规模成长型股票	10.77
小规模价值型股票	14.87
小规模成长型股票	9.92

法玛和弗伦奇在价值影响方面的研究工作，对投资领域产生了极其深远的影响。和其他开创性的工作一样，这项工作受到了来自很多方面的批评。这些批评声音中最有代表性的，是他们开创性的研究成果并不能解释 1963—1990 年这一时间段内美国股票市场的表现，这段时间的股票市场表现不属于一般性现象。他们对这些批评声音的反馈方式成为了他们的特点。他们不与反对者进行争论，而是将研究起始时间提前到更早的 1926 年，从而得出了上面的研究结论。

紧接着，他们又研究了国外的情况。在表 1—5 中，我将他们研究涉及的国外数据作了一个总结，这些研究的时段从 1975 年到 1996 年。我们注意到在很多国家，价值型股票的确比成长型股票收益率要高，平均年收益率要高出 5 个百分点。在对新兴国家市场的研究中，也得出相同的结论：在 16 个新兴国家中，有 12 个国家的价值型股票收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率要高于成长型股票收益率，而且平均年收益率要高出 10 个百分点。

表 1—5　　1975—1996 年国外价值型股票与成长型股票收益率比较　　单位：%

国家	价值型股票	成长型股票	高出的收益率
日本	14.55	7.55	7.00
英国	17.87	13.25	4.62
法国	17.10	9.46	7.64
德国	12.77	10.01	2.76
意大利	5.45	11.44	-5.99
荷兰	15.77	13.47	2.30
比利时	14.90	10.51	4.39
瑞士	13.84	10.34	3.50
瑞典	20.61	12.59	8.02
澳大利亚	17.62	5.30	12.32
香港	26.51	19.35	7.16
新加坡	21.63	11.96	9.67
平均值	**16.55**	**11.27**	**5.28**

杜克大学的坎贝尔·哈维（Campbell Harvey）最近将这方面的研究，扩展到全世界所有国家。市场有好有差，不同国家的表现也是如此。正如你所预期的那样，较差的国家的金融体系风险都比较高，收益率因此也比较高。关于这一点，我希望你现在已经非常熟悉了：因为风险比较高，所以价格比较低。由于现在的价格比较低，所以未来的收益就会比较高。

因此，那些经营不善、表现不佳的公司必须有能力带来比那些经营管理完善、表现良好的公司更高的收益率。除了投资这些公司所承担的风险要高许多之外，价值型股票的高收益率还有很多行为金融学方面的原因，投资者不会无故地购买那些表现比较差的公司的股票，我们在后面的章节中，会对相关的内容做进一步的介绍。人是很奇怪的社会性动物，就像每个人都希望自己能够拥有最流行的东西，他们同样也希望能够买到最流行的股票。在投资组合中加入价值型股票，就跟上身穿着尼赫鲁夹克下身穿着喇叭裤一样酷。

价值型股票和成长型股票的表现，与大多数人对股票表现的预期正好相反。普通投资者认为好公司会生产好的产品，公司的股票表现也应该不错。毫无疑问，一些非常优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秀的公司，诸如沃尔玛、微软和通用电气在很长时间内给投资者带来的回报都非常不错。不过投资这样的公司获得高收益，就像购买彩票中奖那样难得。而那些拥有高收益的成长型公司在很短的时间范围内，经常会让市场感到很失望，其股价上升速度要低于预期的收入增长速度，这导致这些公司很快被市场抛弃。

风险与收益的历史记录

在前面的表 1—5 中，我简单地总结了 20 世纪美国股票和债券的收益与风险情况。在图 1—19 中，我对这些数据做了新的描述。

图 1—19 非常清晰地向我们展示了风险和收益之间的关系。可能有些人会觉得我提供的数据显示出的股票风险似乎比较高。但是，最近新兴市场和高科技投资亏损的比重都在 50% 以上。如果你还没有准备好在追求高回报的同时承担高风险，那么，你的投资注定会以失败告终。

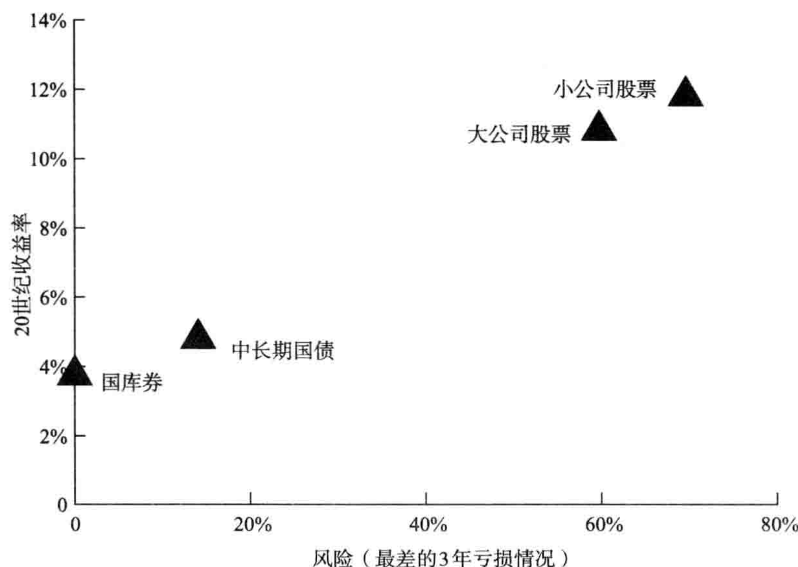


图 1—19　风险与收益简要图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 股票和债券市场的发展历史表明，风险和收益之间存在着密不可分的内在关系。永远不要期望不承担风险就能够获得高收益，不要期望安全的投资会带来较高的回报。此外，当政治和经济形势变得越来越明朗的时候，收益率往往是比较低的。当前景看起来非常黯淡的时候，收益率却是比较高的。
2. 风险资产持有的时间越长，亏损的概率就越小。
3. 美国股票长期超高收益率值得我们关注。在大多数时候，投资美国股票市场风险是非常高的，这从投资的高回报率中也得到了反映。现在看来投资美国股市是一件安全的事情，不过未来的投资收益肯定比较低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的世界秩序大约从 1913 年开始

2001 年秋天在纽约、华盛顿和宾夕法尼亚州发生的恐怖事件，进一步强化了收益与风险之间的关系。在爆炸发生前，大多数投资者都认为，世界变得越来越和平和安全了。这使得股票价格以惊人的速度上涨。当这一幻想破灭的时候，股票价格同样以疯狂的速度下跌。

这不是什么新鲜的故事。这是对凯恩斯《和约的经济后果》(*Economic Consequence of the Peace*）中所提出的观点最好的注解，凯恩斯在这本书中，详解了在相对和平和繁荣的时代生活和投资的危险，这种事情在欧洲被记录了很多次，上两代人的经历回忆起来尤为清晰：

伦敦的居民通过使用电话预定服务，在床上就可以喝早茶，享受全世界具有品质保证的各种商品，这些商品完全有理由能够送货上门。他可以在同一时间、以相同的方式用他的资产在全世界投资各种矿产资源，或者购买新公司的股票，而不会出现任何问题，并且投资的回报一定是非常丰厚的。他可以决定，用自己的资产投资任何大陆的城镇或城市的基础设施建设，通常这些投资项目，都具有很高的投资价值，并且有很多人为投资者提供投资建议。只要他愿意，就可以立即以便宜且舒适的方式，去任何一个国家，可能不需要护照就可以过海关，也可能以其他非正式的方式实现。如果有必要，他可以派自己的助手带上足够的贵金属，在银行的隔壁弄上一个办公室，然后，不管客户的信仰、语言和习惯是什么，就以他个人的名义，将这些财富转移到国外总部。从外界干预的角度来看，这显得很激进，甚至让人感到有些惊讶。不过，他认为自己做这些事情是很正常的，而且会一直持续下去，除非在同方向取得了更大的进展，或者出现了各种反常、丑闻和不可避免的情形。有关种族和文化冲突，独裁、限制和排斥方面的项目，军国主义以及帝国主义政治等内容，很少出现在日常报纸上，这些就像伊甸园中的那条大毒蛇，对日常社会和经济生活基本上不会造成任何影响，国际化趋势仍然处于正常发展的过程中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

02 度量风险

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

资本价值就是收入的资本化，而不是其他。

——欧文·费雪，经济学家

在现代投资的发展历史中，一位著名的经济学家对我们考量股票和债券的方式方法，有着非常重要的影响，他就是欧文·费雪：他不仅是耶鲁大学著名的经济学教授、美国总统的经济顾问、著名的财经评论员，还是《利息理论》(*The Theory of Interest*)的作者。《利息理论》这本书是价值投资领域的权威著作。费雪先生在一个世纪以前，第一个试图从科学的角度来回答这样的问题：“什么样的事情值得投资？”他的学术生涯让人钦佩，即使在著作出版70多年后的今天，他的很多思想仍然值得我们好好学习。

尽管费雪在学术上取得了一系列巨大的成就，一次不光彩的失败却让他被我们记住。在1929年10月股票市场崩盘之前，他宣称：“股票价格达到了一个看起来永远不会下跌的位置。”在大熊市到来的前几个星期，这位当时世界上最著名的经济学家宣称，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资股票是非常安全的，而具有讽刺意味的是，这次大熊市最终跌幅高达 90%。

虽然我们在上一章研究的历史收益率是非常有价值的，但是有时候，这些数据具有一定的误导性。谨慎的投资者会根据过去的历史记录，对未来股票和债券的投资收益率做出一个比较精准的预测。在本章，我们将会探讨费雪在金融学领域所做的重要贡献：我们所熟知的“股息贴现模型”（Dividend Discount Model，以下简称 DDM），这一模型能够让投资者比较容易地估算股票和债券的未来预期收益率，相较从对历史收益率的研究来推断未来收益率的方法，该模型在预测准确度方面要高出许多。[①]

坦率地讲，是否掌握 DDM，是区分职业投资者与业余投资者的关键所在。在很多情况下，散户们对如何合理估算他们所购买公司股票的价格，并没有一个清晰的概念。

你可能会发现，本章要讲的内容是这本书中最难理解的部分，我们要探讨的概念直观上并不是很常见，很多时候你甚至需要放下书，认真思考一下。不过，一旦你完全理解和掌握了本章的核心思想：股票和债券的价值，其实就是它们未来现金流的贴现值，那么，你对投资过程的理解，将会比大多数专业人士都深刻。

正如我们所看到的那样，近 1 000 年来，英国的资本市场发展一直走在美国的前面。这使得他们的文化中处处体现出金融的因素，这一点值得我们学习。如果你问一个英国人衡量富人的标准是什么，你可能会得到这样的答案：“他每年能带来两万块钱的收益。”

这种类型的答案可能会让我们感到很费解，但它却是一个着眼未来估值的典型答案。这个答案对财富的理解有着丰富的内涵：它表达了未来的现金流概念。如果你拥有一片果园，它的价值并不是体现在你所拥有的果树和土地上，而是体现在果园能够给你带来的收入上。一套公寓的价值并不是体现在它在当前的市场上，能卖到一个什么样的价格，而是体现在它在未来的很多年时间里，能够为你提供一个安身之所，并为你带来快乐。

① 很多人认为是约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）在 1938 年的出版的经典著作《价值投资理论》（*The Theory of Investment Value*）中首次提出 DDM 模型。事实上，他只是比费雪在数学推导方面做的工作更加深入和细致。而费雪早在 1930 年出版的《利息理论》中就以非常简明扼要的语言清楚地提出了 DDM 模型的原则，并以通俗易懂的方式清晰地解释了这一思想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DDM 还是“投机和投资的区别到底是什么”这一古老问题的最佳答案。单纯从金融目的出发，拥有一枚稀有金币或者一幅古画就是投机：这些资产并不会带来收入，你的回报取决于在你拥有之后，其他人是否愿意出更高的价格购买它们（这是投资学领域的“更大的傻瓜”理论，当你购买了内在价值很低但很受欢迎的资产后，你能否获利，就取决于是否有其他人以更高的价格从你手中购买它）。当然，只要未来这些资产能够给你带来收益和快乐，你购买它们就没有任何不妥，不过，这与金融投资并不是一回事。

只有购买那些未来能产生收入的资产，比如股票、债券或者不动产，才是真正的投资。怀疑者肯定会提出，很多股票并没有产生当期收入，或者发放股息。事实也许是这样，不过，任何价格不为零的股票，都反映出这样一个现实，那就是至少有部分投资者认为，这些股票未来有可能会带来收入或者发放股息，即使这些收入来源于资产的出售。正如本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）几十年前指出的那样，买入股票不是期待其发放股息能力的提升，而只是单纯地期待股票价格的上涨，这也属于投机，而不是投资。

我并不是要冒犯艺术爱好者，但必须指出的是，即便是一个老到的大师，从艺术家手中以 100 美元的价格购买的艺术品，如果在 350 年后以 1 000 万美元的价格卖出，他的年收益率也仅为 3.34%。理想情况下，一幅精美的作品，就像一幢房子，既不属于投机也不属于投资，仅仅是买卖。它的价值就在于，它在当前和未来带来的快乐和效用。绘画作品所带来的股息并不具有任何金融属性。

那么，我们又应该如何界定股票的现金流呢？紧接着，我们又该如何计算股票的真实价值呢？这是一个很复杂的问题，我们将会一点一点来解决。**在接下来的几页中，我们将会详细讲解如何对股票市场进行合理估值，以及未来股票市场的收益率如何估算。这些内容可能会比较难，我建议各位慢慢阅读这些内容，在准备阅读下一节内容之前，确保自己已经完全掌握了前面的知识。**

费雪最著名的投资分析表之一，就是将黄金或者铅矿按照收入递减的方式进行分析，第一年收入最高，在随后的 10 年时间里，收入逐渐减少，具体情况如表 2—1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—1 费雪投资分析表（铅矿）

年份	收入（美元）
1	2 000
2	1 800
3	1 600
4	1 400
5	1 200
6	1 000
7	800
8	600
9	400
10	200
总计	11 000

我们已经在表 2—1 中清楚地界定了每年的现金流，那么我们如何进行价值评估呢？第一眼看上去，铅矿的价值是 10 年来所有收入的总和，也就是 11 000 美元。然而，这是误读。人们更倾向于当期消费，而不是未来的消费。也就是说，明年一美元收入的价值，要比今天的一美元价值低，30 年后的一美元在今天的价值就更低了。因此，未来现金流收入的价值与当期现金流价值相比，要低许多。价值降低多少主要跟以下四个方面的因素相关：

- 你必须等待的年限：未来你获得收入的时间越长，贴现到今天的价值就越低；
- 通货膨胀率：通货膨胀率越高，你未来收入的真实购买力水平就越低；
- 社会对未来消费的“耐心”：如果社会更倾向于在当期消费，而不是在未来消费，利率水平越高，未来收入的现值就越低（第二个和第三个因素可以合并为“真实利率水平”）；
- 风险本身：你获得收入的风险和不确定性越高，未来现金流的现值就越低。

看待这个问题的最简单方式，是想象一下你正在机场等待登机，并准备在巴黎待上一个星期。一直以来，你很努力地在克利夫兰市（Cleveland）市中心工作，根本没有机会享受左岸法布街（Rue Saint Germain）的可丽饼。不过，等一下！当你正要准备办理登机手续时，工作人员将你的证件放在一边，对你说道：“对不起，希拉里·克林顿刚刚抵达机场，她需要占用您的位置。”（当然你选择的是头等舱）“这是最后一个位置，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内务部要求我必须将这个位置让给她。不过，您不用担心，我会为您办理下一个航班头等舱的手续，只不过需要等上 10 年时间。”

这是多么不公平的事情！ 10 年以后再在巴黎待上一星期，与你今天去巴黎的行程根本是不能相提并论的。你显得犹豫不决。最后，你说道：“很抱歉，如果非要这样的话，你必须在 10 年后为我安排五星期在巴黎的假期，来弥补我现在的损失。”在无奈的叹息声中，工作人员被迫同意了你的要求。

你刚才所做的事情，就是金融学家们称为“现值的贴现”的活动。这表明你认为 10 年后在巴黎待一星期的价值，比当前在巴黎待一星期的价值要低很多，你降低 10 年后在巴黎待一星期的价值，是为了说明你不愿意在 10 年后才来享受这个假期。也就是说，你认为 10 年后在巴黎待五星期的价值，与今天在巴黎待一星期的价值是相等的。在处理这件事情的过程中，待在巴黎一星期的年折现率是 17.5%，17.5% 正是一星期在未来 10 年里变成五星期的成长速度。

这里理解起来可能有些困难，因为贴现率（Discount Rate，以下简称 DR）和现值之间呈反比例变化关系：贴现率越高，现值就越低。这与前面提到的永久性国债和威尼斯国债道理是一样的，它们的价值与利率也是反比例变化的关系。例如，如果你认为现在在巴黎待一星期，与 10 年后在巴黎待十星期的价值一样的话，就意味着贴现率更高，达到了 25.9%。这同样也说明 10 年后在巴黎待一星期的价值，要比现在待一星期的价值低很多。同理，贴现率的上升意味着未来项目的现值会下降。如果当前在巴黎待一星期的价值，相对于未来在巴黎待的时间，从五星期上升到十星期，这同样意味着未来一星期的价值贴现到现在降低了不少。

费雪天才般的贡献就在于，他详细论述了影响贴现率的因素，或者按照他的说法，简单地将其称为“利率”。例如，一个非常饥饿的人与一个吃饱了的人，在支付一顿上菜速度极慢的饭菜的账单时，一定会付更少的钱。换句话说，饥饿的人选择事物的贴现率是非常高的，因为他比其他人更迫切地需要食物。事实上，费雪经常将“耐心”和“利率”互相混用，大手大脚的人与守财奴相比，具有更高的利率水平（或者贴现率）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪的另外一个重大发现，是拥有耐用性较强的商品比较多的社会，与没有这些商品的社会相比较，利率水平会更低。哪里的房子是由砖块与石头建成的，哪里的利率水平就低；哪里的房子是由泥草搭建的，哪里的利率水平就高。

到目前为止，费雪发现影响贴现率最重要的因素是风险。前文中讨论的去巴黎度假一星期与五星期的关系，是假定了航班和旅游安排都非常顺利，而且即使是在 10 年后才去度假，这些安排也会很顺利。然而，如果你不敢确信这一切在 10 年后依然这么顺利的话，又会如何呢？当然，你可以要求更长时间的度假，比如十星期周，而不是之前定下的五星期。在这种情况下，你的贴现率就高达 25.9%。换句话说，你承担的风险越高，要求的回报就越高。

让我们回到金融领域的案例。我们必须确定应用于每年都有收入情形的贴现因素。不过，在告诉你如何估算贴现率之前，我们首先假设贴现率为某一固定水平。我们假定贴现率为 8%，表 2—2 是我们在前面提到过的，不过，我们在这里加上了另外两列。标题为“贴现因素”这一列，是我们在给定年份的情况下，为了计算现值而需要扣除的数值，第一年的收入除以 1.08，第二年除以 1.08×1.08，以此类推。最后一列，标题为“贴现后收入”的，就是所剩余的现值。

表 2—2　贴现因素与贴现后收入

年份	收入（美元）	贴现因素	贴现后收入（美元）
1	2 000	1.080 0	1 852
2	1 800	1.166 4	1 543
3	1 600	1.259 7	1 270
4	1 400	1.360 5	1 029
5	1 200	1.469 3	817
6	1 000	1.586 9	630
7	800	1.713 8	467
8	600	1.850 9	324
9	400	1.999 0	200
10	200	2.158 9	93
		总计	8 225

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们将重点分析第 8 年的情况。在这一年，铅矿有 600 美元的收入，不过，正如你推迟了去巴黎的旅行那样，未来支付 600 美元，与今天就支付 600 美元的价值不可同日而语。为了计算今天 600 美元在未来的价值是多少，你应该将 600 除以 1.850 9（1.08 的七次方），这样算出的结果是 324 美元。这就是当贴现率为 8% 时，8 年后 600 美元贴现到今天的现值。铅矿的所有现值，也就是铅矿的“真实价值”，就是将所有未来获得的收入贴现加总起来。这个数值的最后结果在表的最后一行，为 8 225 美元。

接下来就是将这个方法运用到股票中。证券分析师首要的工作，就是预测公司的股息现金流，这样就可以通过贴现的方式算出公司股票的“公平价值”。如果公司股票的市场价格低于计算出的公平价值，这样的股票就值得购买。如果公司股票的市场价格高于计算出的公平价值，这样的股票就应该卖出。看起来，这似乎很简单（事实上，就像我们在第 4 章讲到的那样，这是一个不可能完成的任务）。一方面，那些承诺未来发放大额股息的公司，出现问题甚至破产的情况并不少见；更常见的是，公司起死回生，突破重重困难，在未来给股东带来了巨额的收入。

另一方面，当你考察整个证券市场时，市场有成百上千家公司，你可以算出各种意外事件发生的平均概率是多少。正是因为这一原因，市场的现金流作为一个整体来看，其计算结果还是值得信赖的。

不过，即使这样，这仍然是一个难以完成的任务。因为股票市场带来的股息会持续发放到股东（即投资者）手中，而投资者却不得不在未来有限的年份里预测现金流的流量，将这些股息现金流贴现到今天，再将它们加总起来。好在现在的计算工具发达，这个问题还是比较容易解决的。

未来股息现金流

借用中国的一句古话，千里之行，始于足下！接下来就是我们的第一步。在 2001 年年末的时候，道琼斯工业平均指数大约为 9 000 点，收益率为 1.55%，意味着每年的股息收入大约为 140 美元。从长期来看，道琼斯股票年增长率为 5%。这样的话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年的股息应该是 147 美元，而 2031 年的股息应该是 605 美元。让我们仔细看看表 2—3。在标题为“名义股息”（名义指的是真实发放的股息数额，没有考虑通货膨胀）的第二列，我将未来每年的真实股息都计算了出来，同时我还将这个不断增加的股息画在图 2—1 中，这样我们就会看得更加清晰。

表 2—3　　道琼斯工业平均指数发展与股息贴现

年份	名义股息（美元）	8% 贴现因素	8% 贴现值（美元）	15% 贴现因素	15% 贴现值(美元)
2001	140.00	1.00	140.00	1.00	140.00
2002	147.00	1.08	136.11	1.15	127.83
2003	154.35	1.17	132.33	1.32	116.71
2004	162.07	1.26	128.65	1.52	106.56
2005	170.17	1.36	125.08	1.75	97.30
2006	178.68	1.47	121.61	2.01	88.84
2007	187.61	1.59	118.23	2.31	81.11
2008	196.99	1.71	114.94	2.66	74.06
2009	206.84	1.85	111.75	3.06	67.62
2010	217.19	2.00	108.65	3.52	61.74
2011	228.05	2.16	105.63	4.05	56.37
2012	239.45	2.33	102.69	4.65	51.47
2013	251.42	2.52	99.84	5.35	46.99
2014	263.99	2.72	97.07	6.15	42.91
2015	277.19	2.94	94.37	7.08	39.17
2016	291.05	3.17	91.75	8.14	35.77
2017	305.60	3.43	89.20	9.36	32.66
2018	320.88	3.70	86.72	10.76	29.82
2019	336.93	4.00	84.32	12.38	27.23
2020	353.77	4.32	81.97	14.23	24.86
2021	371.46	4.66	79.70	16.37	22.70
2022	390.03	5.03	77.48	18.82	20.72
2023	409.54	5.44	75.33	21.64	18.92
2024	430.01	5.87	73.24	24.89	17.28
2025	451.51	6.34	71.20	28.63	15.77
2026	474.09	6.85	69.23	32.92	14.40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	名义股息（美元）	8% 贴现因素	8% 贴现值（美元）	15% 贴现因素	15% 贴现值（美元）
2027	497.79	7.40	67.30	37.86	13.15
2028	522.68	7.99	65.43	43.54	12.01
2029	548.82	8.63	63.62	50.07	10.96
2030	576.26	9.32	61.85	57.58	10.01
2031	605.07	10.06	60.13	66.21	9.14
2032	635.33	10.87	58.46	76.14	8.34
2033	667.09	11.74	56.84	87.57	7.62
2034	700.45	12.68	55.26	100.70	6.96
2035	735.47	13.69	53.72	115.80	6.35
2036	772.24	14.79	52.23	133.18	5.80
2037	810.85	15.97	550.78	153.15	5.29
2038	851.40	17.25	49.37	176.12	4.83
2039	893.97	18.63	48.00	202.54	4.41
2040	938.67	20.12	46.66	232.92	4.03
2041	985.60	21.72	45.37	267.86	3.68
2042	1 034.88	23.46	44.11	308.04	3.36
2043	1 086.62	25.34	42.88	354.25	3.07
2044	1 140.95	27.37	41.69	407.39	2.80
2045	1 198.00	29.56	40.53	468.50	2.56
2046	1 257.90	31.92	39.41	538.77	2.33
2047	320.80	34.47	38.31	619.58	2.13
2048	1 386.84	37.23	37.25	712.52	1.95
2049	1 456.18	40.21	36.21	819.40	1.78
2050	1 528.99	43.43	35.21	942.31	1.62
	所有年份贴现总额		**4 667.67**		**1 400.00**

我们已经完成了市场估值的第一步，清晰地界定了未来股息现金流。接下来，我们必须将未来每年真实股息现金流贴现到现在。为了实现这一目标，我们将每年的股息除以相应的贴现率，这个计算过程跟我们前面计算铅矿贴现值相同。那我们又应该如何计算整个市场的贴现率呢？这与我们的贴现理论假设是一致的：**在考虑风险的情况下，道琼斯的贴现率就是我们对未来收益率的期望值。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

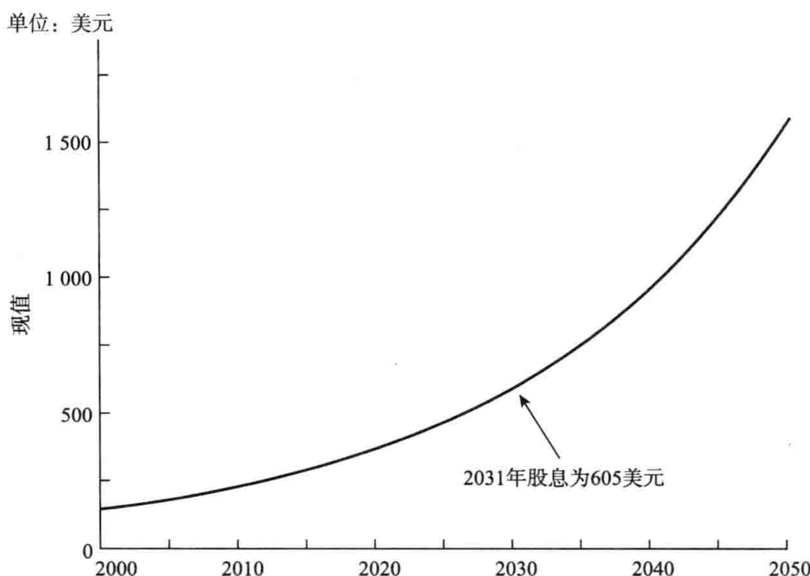


图 2—1　道琼斯股息价值走势

我们假定股票的预期收益率是 8%。与前面讲到的铅矿案例类似，市场贴现率也是 8%。我们已经计算出，从现在开始，30 年后的道琼斯股息收入是 605 美元。同铅矿案例一样，为了求出所有股息的现值，我们必须将未来每年的股息收入除以相应的贴现率，也就是 1.08 的年数次方。例如，要计算 30 年后股息的现值，就要用 605 除以 10.06（1.08 的 30 次方是 10.06）。605 除以 10.06 得到的结果是 60，这表明 2031 年投资者收到的 605 美元股息，贴现到现在的价值是 60 美元。如果我们认为经济、政治或市场风险会增加，那么贴现率也应该随之上升，例如，如果我们担心经济形势会下滑（包括美国以及世界经济前景），那么将贴现率提到 15% 才算是相对合理的水平。在这种情况下，到 2031 年，605 美元股息收入的现值将下降得更厉害，仅剩 9 美元。

再回顾一下表 2—3。表中第二列向我们展示的，是名义上的股息收入，这个收入以未来每年 5% 的速度上涨。第三列是假定每年的贴现率是 8%，第四列是当年股息收入贴现到今天的现值（也就是将第二列的名义股息收入除以第三列的贴现因素）。与前面提到过的永久性国债和威尼斯国债一样，当贴现率上涨时，价格就会下降；当贴现率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降时，价格就会上涨。

我同样将这些数值以图形的形式展示了出来，具体请见图 2—2。最上面的曲线与图 2—1 中的曲线相同，代表着每年收到的真实或者“名义上”的利息收入。这里需要重申一遍，最上面的这条曲线，代表的是道琼斯公司股东收到的真实股息，而不是贴现到现在的收入。下面的两条曲线是按照 8% 和 15% 的贴现率，将道琼斯公司的真实股息收入贴现到今天的现值。

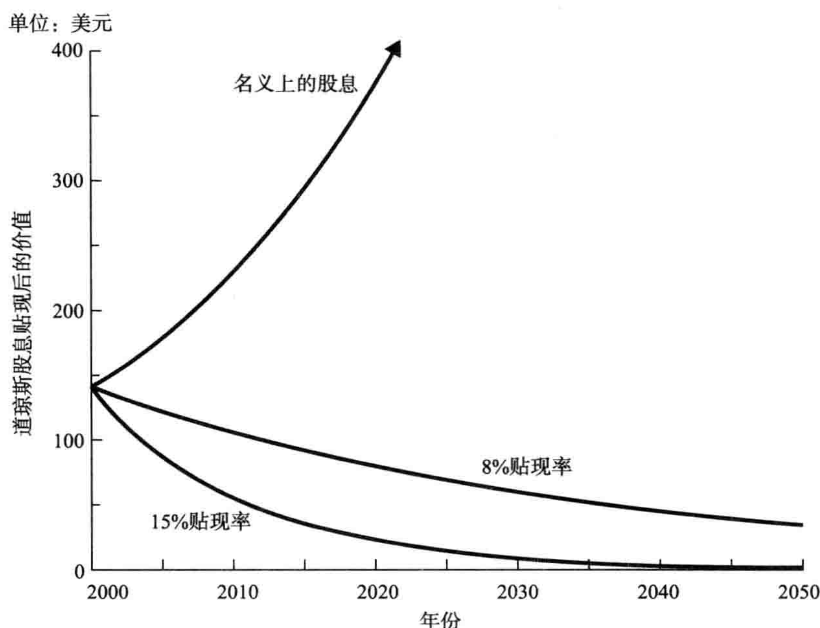


图 2—2　道琼斯公司股息及贴现值

我们发现，贴现率维持在高位的时间越长，股息贴现后的现值就越趋于零。这就是由高风险或高通货膨胀率导致的高贴现率，给股票价值带来侵蚀性影响。

充分发挥数学的作用

现在我们需要进行下一步计算。为了获得道琼斯公司股票的“真实价值”，你需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将每年的股息贴现收入进行加总（第一年除外，因为它已经支付了）。例如，当贴现率是 8% 时，你需要将第四列的所有 8% 贴现值加总起来（第一年除外）。看上去这是一件极其简单的事情？的确如此，如果你用将其他无穷多的列数全部加到第四列的方法来做这项工作的话，就会显得格外简单。

幸运的是，数学家们通过简单的公式帮我们解决了很多难题，在计算第四列所有贴现现值的时候，我们就可以运用下面的公式：

市场价值 = 股息现值 ÷（贴现率 – 股息增长率）

假设现在的股息是 140 美元，贴现率是 8%，股息增长率是 5%，我们就会计算出：

市场价值 =140÷(0.08−0.05)≈4 667

（金融学在计算过程中经常将百分数表示方法换成小数点形式，例如将 8% 写成 0.08。）

这个算式的结果表明，如果我们在计算的时候按照 8% 进行贴现的话，那么现在道琼斯 10 000 点的价格，比理论上计算出来的 4 667 高出了 100%。

如果事情的发展充满起伏和波折，投资者在买卖股票时可能会要求按照 15% 的贴现率进行计算（20 世纪 80 年代的确出现过这样的情况，当时美国国债的收益率就将近 16%）。在表 2—3 中，我在最后两列把 15% 贴现率的相关数据也展示了出来。其计算过程如下：

市场价值 =140÷(0.15−0.05)= 140÷0.10=1 400

看起来，在未来道琼斯指数要快速跌到 1 400 好像比较困难（但并不是不可能），不过，我们也应该记住在 20 世纪，美国投资者确实至少遇到两次贴现率达到了 15% 的水平的情况。

这种计算方法对贴现率和股息增长率高度敏感。例如，将股息增长率提高到 6%，而将贴现率降低到 7%，你会发现计算出来的市场价值高达 14 000。你们中的有些人可能熟悉詹姆斯·格拉斯曼（James Glassman）和凯文·哈西特（Kevin Hassett）合著的、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名字有些夸张的《道琼斯 36 000 点》（*Dow 36 000*）这本书，在这本书中，他们所提到的数字就是按照上文我们描述的方法计算出来的。

事实上，运用巧妙的合理假设，你可以将道琼斯贴现后的市场价值，计算成任何你想要的数字。为了演示贴现率是如何通过这一方法影响道琼斯“真实价值”的，我在图 2—3 中详细介绍了不同贴现率下，股息贴现模型中的道琼斯的“真实价值”。

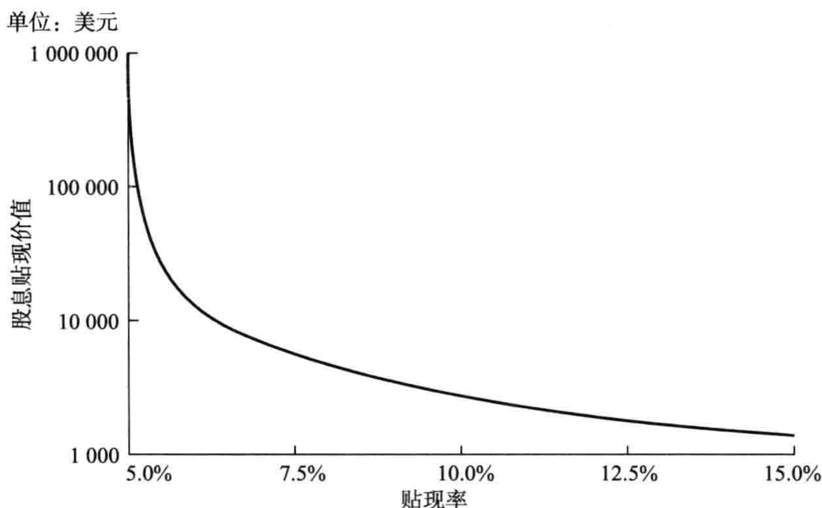


图 2—3　不同贴现率下的道琼斯真实价值

戈登模型的更新

为什么我们花了这么多时间研究的股息贴现模型，在准确预测股票市场价格方面不是那么灵呢？这主要有三个方面的原因。第一，股息贴现模型提供了一种分析证券价值的直观方法。股票和债券并不是价值可以随机波动的一纸凭证，它意味着持有人对公司的未来收入和资产享有相应的权益。

第二，股息贴现模型使我们有能力去检验某只股票或整个市场的增长和收益情况。在 2000 年 4 月，当科技泡沫达到最高峰的时候，整个纳斯达克市场指数点位，是其总体收入的 100 倍左右。运用股息贴现模型分析后我们发现，其中的原因要么是股息收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长速度非常高，要么是预期收益率非常低。而后者对很多观察家来说更可信，遗憾的是，最终泡沫破灭变成了现实。

第三，上文中提到的公式可以通过变换，计算出市场的预期收益率，构建一个新的方程，而这个新方程很容易得到且非常实用：

贴现率（市场收益率）= 股息收益率 + 股息增长率

这个新公式被称为“戈登模型”（Gordon Equation），为我们预测长期股票市场收益率，提供了一个非常准确的方法。例如，20 世纪的平均股息收益率为 4.5%，股息增长速度同样也为 4.5%，两者相加后约为 9%。真实的收益率是 9.89%，与前面计算出的 9% 相差不多。出现 1% 的误差主要是因为在那个时期股票变得更贵了（即股息收益出现了下降）。

戈登模型同样在直观上占据很大优势。如果股票市场可以被简单地认为是股息的来源所在，那么它的价格与股息就是成比例增长的。因此，如果股息每年以 4.5% 的速度上涨，那么从相当长的周期来看，股票价格也应该以每年 4.5% 的速度上涨。除了股票价格上涨外，每年你还会收到实实在在发放的股息：年总收益率为股票价格的年上涨率（通常粗略地认为它与股息年增长率相等），与股息的平均上涨率两者相加之和。

戈登模型在金融学中的地位就像物理学中的定律。当然，也有一些人认为股息理论比较奇怪而且过时，如今的收益主要来自资本利得。如果谁真的相信这些，就好像是在自己身体前后挂上广告牌，并且用红色的字体写着：“我不知道自己到底说了什么。”

当然，一家公司为了获取资本利得而从未分红的情况，也是真实存在的。不过，即使美国市场上的所有公司都不分红（它们可能会这么做），从长期来看，它们的收益率增长速度还是会约等于总收入的增长速度。因此，即使没有分红，公司收益的年平均增长速度也应该是 10%，这是为了保证股票长期历史收益率维持在 10% 的水平。而且，正如我们看到的那样，公司收益的长期增长率和股息增长率都只有 5%，如果考虑到通货膨胀，那么在过去的一个世纪里，它们基本上没有发生变化。

永远要记住，在长期范围内，公司收益的增长会带来股票价格的上涨。如果在非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的时间范围内，公司年收益增长率大约是5%，那么，股票价格的年增长率也会非常接近这个数字。

只有一种情况会例外，那就是公司回购自己的股份。从长期来看，如果公司年收益保持5%的增长速度，同时每年都回购发行在外股份的5%，那么股票价格将会上涨10%。同样，如果公司发行新股份，相反的情况就会出现。从美国股市的整个发展历史来看，这两种情况带来的影响基本上相互抵消了。

股息贴现模型在理解股票和债券表现时，是非常有用的工具。我们已经知道，它在准确预测真实市场价值方面并不是很有效，更别说在股票方面的应用了。普林斯顿大学的经济学家伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）就说过“上帝自己可能都不知道如何用‘价格－收益’模型来估算一只普通股票的价格”。换句话说，我们不可能知道某只股票或者市场的内在价值到底是多少。尽管如此，股息贴现模型在很多方面还是非常有用的。对于既定的市场价格或者某只股票的价格，我们可以使用股息贴现模型，推算出股息增长率和贴现率是多少。例如，在1999年，我们运用股息贴现模型分析后发现，高科技公司股票的价格现状意味着未来的高增长率是不现实的。

当然，从股息贴现模型推导出来的戈登模型，可以帮我们估算股票收益率。这一点非常重要。华尔街和媒体经常会对判断市场是高估还是低估（这里的含义是市场是过热还是过冷）感到很困惑。我们都知道，要准确地判断市场是高还是低基本不现实。不过，在这个判断的过程中，我们倒是会学到一些特别有价值的知识：长期市场预期收益率。深入地想一想，你会收获更多：未来6个月市场收益率会是多少？未来30年呢？我不知道你的情况如何，不过我对后者还是知道些的。在合理的误差范围内，其实你也可以做得到。但是，你并不会为了30年后才获得的收入出售报纸、杂志和飞行时间。

今天戈登模型在预测未来股票收益方面，又会给我们带来什么呢？恐怕并不是好消息。股息增长看上去仍维持在5%左右的水平，而我们提到过的收益率却只有1.55%，这两个数据相加之和只有6.55%。即使我们对未来的假设极其乐观：股息增长速度为6%~7%，我们也很难达到20世纪10%年增长率的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券的情况又如何呢？长期债券的预期收益是它提供的“票息”收入，也就是债券应该支付的利息（对于债券来说，戈登模型里面的第二个数字，即股息增长速度为零,几乎所有债券的债券利息都不会增长）。高信用度的公司债券当期收益率大约为6%，这一数字较为合理地估算出债券的未来收益。如果利率上升，债券的价值就会下降，不过利息再投资的利率水平又会上升。因此，当期限超过30年时，债券的总收益不可能偏离6%的水平太多。

今天我们遇到的情形，与20世纪发生的情况有很大的不同，20世纪股票收益率非常高，而债券的收益率却很低。据估计，未来股票和债券的收益率水平都应该在6%以下，不可能达到过去10%的水平。

从历史的角度来看，过去的几十年里，股票价格在以不可思议的速度上涨。现在，这些股票的价格被抬高得有些过于离谱了，因此，它们未来的收益将会面临同等幅度的下跌。相反的情况也会发生在债券上。正如我们前面所了解的那样，20世纪各种史无前例的货币制度变化，严重伤害了债券投资者。债券价格的下跌幅度太大，因此，未来债券的收益会迎来大幅上涨的局面。

从智力水平的角度来说，绝大多数投资者都能够理解，过去的高收益率必然会带来高价格，未来的收益率必然会因此降低。不过与此同时，很多投资者在心理上却很难接受这种情况。人类的行为有时候很奇怪，金融资产价格越是大幅上涨，越是显得有吸引力。不过，买卖股票和债券与买卖土豆可不是一回事。当土豆的价格是40美分时，人们会大肆购买，而当土豆的价格上涨到3美元的时候，人们就会放弃购买。股票却完全不一样。如果股票的价格疯狂下跌，在金融领域，人人都会对它敬而远之。如果股票价格快速上涨，每个人却又疯狂地想购买它们。

直到最近，还有很多议题在讨论“新的投资蓝图”。简要地说，这一观点认为费雪的理论都是错误的：收益、股息和价格都不重要。新经济中诞生的许多伟大的公司——亚马逊、eToys和思科，开始统治整个国家的商业。不论这些公司的股票价格有多高，购买它们都是合适的，因为这些公司会为股东创造更高的价值和回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，这一幕我们早已经历过。1934年时，伟大的投资专家本杰明·格雷厄姆就1929年之前出现的股票泡沫做出过如下描述：

> 取代建立价值标准来判断股票市场的价格高低，成为新时代最大特点的，是根据市场价格来建立价值标准。因此，所有的上限标准都消失了，投资者不仅要看这个价格股票能否出售，还要看股票是否值得在这个价格水平上出售。这种疯狂行为导致每股盈利能力仅为2.5美元的股票出售价格高达100美元。同样地，股票既然能卖到100美元，就有可能卖到200美元，或者1 000美元，甚至是任何你能想象到的价格。

即便是最粗心的投资者也会发现，当前的高科技/互联网泡沫与格雷厄姆当时遇到的泡沫是相似的。格雷厄姆身处的1929年，很多公司的股票市盈率超过了40倍，2.5美元盈利能力的股票的价格高达100美元。在互联网泡沫处于高峰的2000年，很多名气非常大的公司，比如思科、EMC和雅虎，它们的市盈率远远不止100倍。当然，大多数互联网公司最后都是没带来一分钱收益就破产了。

即使在今天，费雪提出的股息贴现模型，仍然是对股票和债券进行估值的唯一正确方法。而戈登模型在准确预测长期收益方面则表现得很出色，它们就像是金融市场上的重力法则和行星引力规则。不过，似乎每隔30年左右的时间，投资者都会对这些经典的技术模型表现出厌倦，转而选择沉浸于不需要认真思考的投资活动中。不随时间改变的，是费雪和格雷厄姆的忠告：**不要购买那些价格严重超过价值的股票**，在随后不可避免的市场大跌中被人们重新学习了一遍，只是这个学习的过程既漫长又痛苦。

让人纠结的是，戈登模型只是在较长的时间段内才起作用，它在我们计算每天、甚至每年收益率的时候并没有任何帮助。而且，即使是在较长的时间段内，它也不是完美无瑕的。我们已经知道，在20世纪，戈登模型计算出来的结果要比年收益率低1个百分点。这1个百分点的差异可能是因为股息增长率发生了改变，1900—2000年间，股息增长率从原来的4.5%下降到1.4%。换句话说，1900年时，股票价格是其股息收益的22倍，到今天则变成了70倍。股票价格与股息的比值（1900年是22，2000年是70）被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称为“股息倍数”（其实就是股息收益率的倒数形式，1÷0.45=22，1÷0.14=70）。这个比值是你为了获得一美元股息收入，需要支付的金额数。我们常常用“市盈率倍数”（股票价格除以每股收益）来形容它。市盈率倍数是衡量股票市场到底有“多贵”最流行的方法。

戈登模型并不能解释股息或市盈率倍数变化情况。1900—2000 年的股息倍数为 3，这或许能够解释由戈登模型推算出来的 9% 的收益率，与 9.89% 的真实收益率之间存在的 1 个百分点的差别（一个世纪的 0.89% 复利，与市场价值 3 倍的增加相接近）。“3 倍的股息倍数”的另外一种表示方式，是公众的热情投资使得股票价格与收益和股息相比的数值正好为 3。

在相对比较短的时间范围内（少于几十年），股息或市盈率倍数的变化，能够解释股票市场收益率变动的大部分原因；如果时间范围缩短到几年，那么股息或市盈率倍数的变化，基本上就能够 100% 地解释市场收益率的变动。先锋集团（Vanguard）的创始人约翰·博格（John Bogle）为我们提供了一个非常有用的方法来分析这一问题。他认为股息或市盈率倍数变化引起的短期股票价格波动，属于股票的“投机性收益”。

通过戈登模型计算出来的长期股息增长率和股息收益率，则是长期股票市场价值上涨的原因，博格称之为股票的“基础收益”。用工程学的语言来描述，博格所说的基础收益是一种标志：持续发生且值得信赖。博格所说的投机性收益则是一种杂音：分散且难以预测。例如，1987 年 10 月 19 日股票市场暴跌 23%。当然，在我们称为“黑色星期一”的那一天，普通股票的股息支付或股息增长，都没有发生根本性改变。1987 年的市场崩盘以及随后的快速反弹纯粹属于投机性事件。

我们反复强调的关键问题，是股票市场上的基础收益：股息和股息增长的总和。只要时间跨度足够长，这类收益在某种程度上是可以预测的。股票市场的短期收益纯粹是投机性的，是不能够预测的。任何人都不行。《华尔街周讯》（*Wall Street Week*）的新闻评论员不行！世界上最大投资公司的市场战略分析师不行！新闻专栏作家不行！当然，你的股票经纪人也不行！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或许在华尔街某个黑暗的角落存在这样的一个人，他知道明天的市场会怎么发展。不过，即使存在这样的一个人，他也不会将信息告诉任何一个人，因为他担心这样会完全打乱市场，从而让第二天本属于他的巨额利润受到冲击（或者，像金融学家雷克斯·辛奎菲尔德 [Rex Sinquefield] 在被问到股票市场未来发展趋势时所回答的那样，“我知道市场将会往哪个方向发展，但我就是不愿意与任何人分享这个答案”）。

股票收益的这种长期和短期的对分隐喻提法，来自拉尔夫·万格（Ralph Wanger），反映出松子基金（Acorn Funds）诙谐而又尖锐的风格。他将市场比喻为纽约市里，一条拴着长长皮带且非常兴奋的狗，它会随机地往任何方向攻击。狗的主人从哥伦布环岛出发，穿过中央公园，前往大都会博物馆。在任何时候，我们都无法预测这条狗何时会变得步履蹒跚。但是，从长期来看，你知道狗的主人按照平均每小时 4.8 千米的速度向东北方向前进。令人惊讶的是，所有的市场参与者，不管是机构大户还是普通散户，都紧紧盯住狗，而不是狗的主人。

就像我们前面所说的那样，通过戈登模型预测出的未来股票收益并不是很高。那么，有没有其他方法走出困境呢？当然有！在三种情形下，投资者的股票收益率可能高于预测的 6.4% 水平。

- 股息增长速度可能会加快。很多公司通常只把部分收益作为股息发放给股东。当前股票市场价格是年收益的 25 倍，这意味着市场的总体收益率水平为 4%（1/25）。因此，如果公司的收益率水平为 1.4%，就还有 2.6% 的成长空间。
- 上面提到的数据代表的是整个市场的平均水平。很多公司的收益率水平或高于或低于市场 4% 的平均水平，然而，有不少公司，诸如微软，从不支付股息，而是将股息进行再投资，以谋求公司未来更快的增长。所以说，美国公司在过去的几十年里经历了生产力的快速增长，未来公司收益率有可能超过 5% 的历史水平。这一想法值得期待。
- 在 1980 年之前，那些表现最优秀、处于第一梯队的公司，其资本留存收益率远远地超过了 2.6%。同时有大量的证据表明，那些表现处于第二梯队的公司，它们的留存收益（指的是公司没有给股东发放收益，收益被留在公司账面进行再投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资活动）中也有大量的现金被浪费了。在图 2—4 中，我将股票市场从 1900 年开始的股息和收益情况向读者展示了出来（感谢耶鲁大学的罗伯特·希勒 [Robert Shiller] 提供的数据支持）。画图的好处之一，就是可以让我们在一定价值范围内估算出收益和股息的增长率情况。图 2—4 不是真实数字的“算术”图，而是“半对数”图形，恒定的增长速度能够让图形的走势保持稳步向上，我们称其为“斜率”。

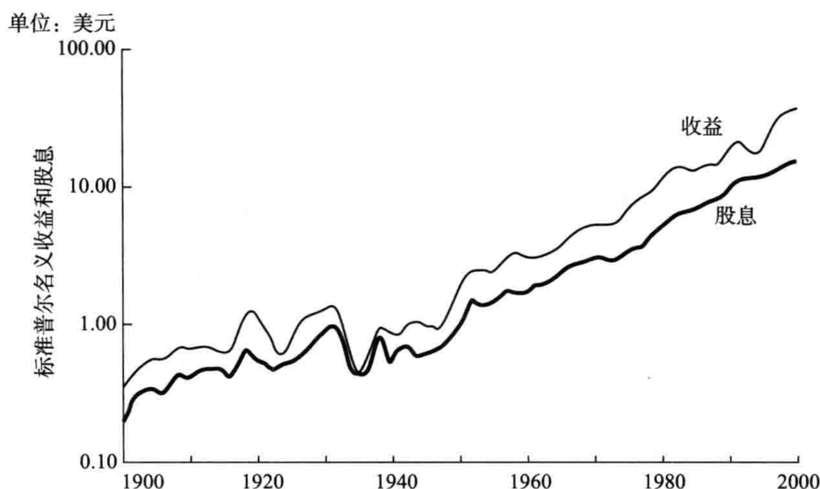


图 2—4　名义收益和股息

- 拥有慧眼的读者们会发现，前 50 年图形的斜率要比后 50 年的斜率平缓许多，这是通货膨胀的影响造成的。考虑通货膨胀后的股息增长率，要比实际的增长速度慢一些。当通货膨胀因素被考虑进来后，1950—1975 年的年收益率增长速度为 2.2%，1975—2000 年的年收益率增长速度为 1.90%。收益和股息的这种加速发展的趋势，在今天经常被新时代的狂热激进分子到处引用。这些分析还推翻了当前股票价值的另外一个支柱：股票回购。股票回购同样会增加每股收益率，图 2—4 也体现了这一点。
- 股息倍数的增长速度加快，为股票价格的持续上涨提供了基础。你可能会问，为什么从现在开始股息倍数每年以 3% 的速度增长，会带来 3% 的额外收益？尽管从 10 年或者 20 年的发展来看，这有可能成为现实，但在长时间范围内，这并不具备可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续性。毕竟如果21世纪股息倍数每年都按照3%的速度增长，那么，到2102年，股票价格将会是股息的1 350倍，这表明股息收益率为0.07%，这种投机性收益的未来十分恐怖。最好的情况是股息倍数保持现在的水平，并不影响收益率。这看起来不难，不过时间一长我们将会发现，股票的价值减少了。在接下来的20年时间里，我们假定股息倍数只有当前的一半，股息收益率就会从当前的1.4%上涨到2.8%，即便如此，这个水平仍然低于历史上5%的平均水平。在这种情况下，投机性收益率每年将会是−3.4%，因为市场的整体年收益率是2.8%。听起来似乎不靠谱？其实还真未必。如果通货膨胀率在过去的10年时间里维持在2%~3%的水平，就意味着在长达20年的时间里，真实的收益率为零。这种事情在20世纪就发生过3次，分别是：1900—1920年、1929—1949年以及1964—1984年。

- 股票市场可能会崩盘。股票投资获得持续高收益的方法，就是股票价格出现暴跌。著名的货币基金经理查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）问过朋友们这样一个问题：长期投资者最愿意看到什么样的情形？是股票价格快速上涨并且一直保持在高位，还是快速下跌并且一直维持在低位？正确的答案当然是后者，因为只要股票价格一直维持在低位，投资者就会持续获得较高的股息收入。正如一首英国老歌唱的那样："牛奶来自奶牛，鸡蛋来自母鸡，股票，值得期待的自然是股息。"

经过几十年时间的发展，现实情况是，在较高股息率基础上获得的再投资收入，完全可以弥补股票价格下跌造成的损失。为了获得这一好处，你不得不长期进行再投资，期限通常是在30~50年。为了更好地说明这一现象，在图2—5中，我罗列了3种不同的情形：（1）股息倍数没有发生任何变化，股息收益率保持在1.4%的水平；（2）股息倍数下跌了50%，股息收益率为2.8%；（3）股息倍数下跌了80%，股息收益率为7%。

股息倍数下跌80%带来的总体回报补偿，比下跌50%要多很多（见表2—4）。

在价格下跌了80%之后，较高的长期收益率，最终会弥补最初价格下跌带来的损失。在这种情况下，只要时间足够长，即使在这么低的价格位置，周期性投资也能够带来盈利，通常我们将这一点称为"盈亏平衡点"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

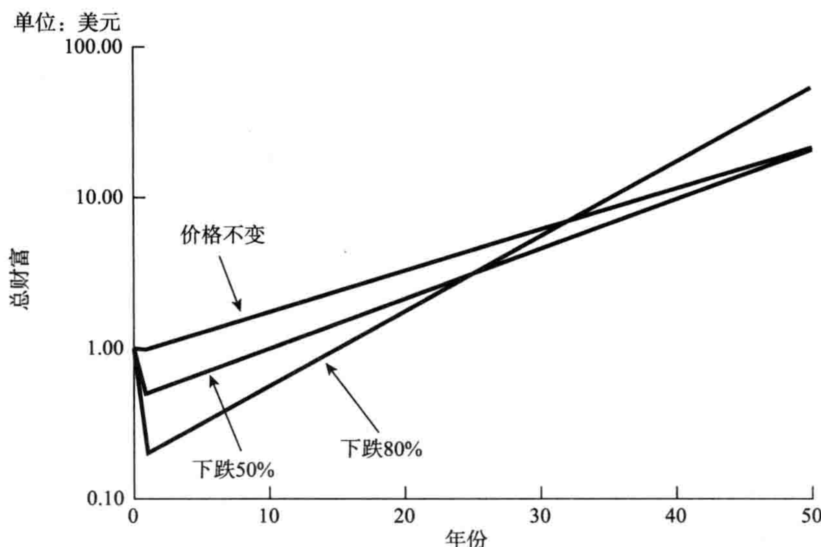


图 2—5　股票价格下跌对最终财富的影响

表 2—4　股息倍数下跌对总体回报补偿的影响　单位：%

	维持不变	下跌 50%	下跌 80%
股息收益率	1.4	2.8	7.0
股息增长率	5.0	5.0	5.0
总收益率	6.4	7.8	12.0

最后一种情形反映出来的内涵最深刻。它表明只要一个年轻人将自己所有的退休养老金储蓄起来，然后祈祷上帝赶紧来一次股市崩盘，他就可以以非常低的价格，购买到想要的股票。对这位年轻人来说，股票价格持续维持在高位将是一个灾难，因为他不得不在高位购买股票进行投资，为退休做准备。对于退休人员来讲，最好情形就是他刚退休时，股票市场迎来了大牛市，他可以将所有的储蓄进行投资从而获得高回报。

对于退休人员来说，最坏的情形就是在退休后的最初几年时间里，市场是熊市，这样的话，资本的亏损与生活支出会使他的储蓄快速缩水（见表 2—5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—5　　牛市与市场崩盘对不同投资者的影响

	市场崩盘	牛市
年轻的储蓄者	好	坏
退休者	坏	好

如何分析贴现率与股票价格的关系

贴现率与股票价格之间的关系，与上一章讲到的利率与威尼斯国债和永久性国债之间的反向变化关系是一样的：贴现率上涨，股票价格就会下跌；贴现率下跌，股票价格就会上涨。

了解贴现率最有效的方式，就是将贴现率看成是为弥补投资者拥有某一特别资产所承担风险的合理补偿。最简单的例子，就是想象一下你购买的永久性年金产品，每年能够给你带来 100 美元的收入，你可以从以下借款人中选择。

第一种选择是借给世界上最安全的借款人：美国财政部。如果山姆大叔来找我，希望我提供长期贷款，承诺每年向我支付 100 美元的利息，我要求他支付的利率水平是 5%。在这个贴现率水平下，年金产品价值 2 000 美元（100÷0.05）。换句话说，我愿意现在借给山姆大叔 2 000 美元，以换取每年 100 美元的永久性利息收入。

第二种选择是借给通用汽车公司。尽管也很安全，但是与美国国债相比，还是有一定的风险。我所要求的收益率是 7.5%。在这个贴现率水平下，100 美元的永久性年金收入价值 1 333 美元（100÷0.075）。这表明，如果我希望通用汽车公司每年给我 100 美元的利息回报，我就应该借给通用汽车公司 1 333 美元。

最后，我可以选择借给拉斯维加斯的王牌娱乐场。他们向我借钱，我觉得风险很大，因此我要求的收益率是 12.5%，这意味着王牌娱乐场每年支付的 100 美元年金，仅需要我提供价值 800 美元的贷款（100÷0.125）。

因此，我们在计算股票市场或者单个股票的股息现金流时所使用的贴现率，代表着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场或者单个股票的风险等级。风险越高，我们所要求的贴现率/回报率就越高，资产价值对我们来讲就越低。这种关系如下所示：

高贴现率 = 潜在高风险，高回报率，低廉的股票价格

低贴现率 = 潜在低风险，低回报率，高企的股票价格

贴现率与单个股票

就个股而言，任何可能导致收益率和股息现金流减少的因素，都会使贴现率上涨。例如，一家食品公司和一家汽车制造商预计在未来 20 年时间里，能有相同的收益和股息。不过，食品公司的收益和股息比汽车制造商的收益和股息更值得信赖，因为不管经济条件如何或者是否失业，人们都需要购买食物。

汽车制造商的收益和股息对经济形势高度敏感。因为购买一辆新车是一个可以随意改变的决定，经济条件不好的时候，消费者完全可以推迟购买。当经济萧条或者衰退时，大型汽车制造商完全没有收益的情况也不是没有出现过。因此，投资者要求汽车制造商的贴现率高于食品公司。这就是为什么汽车制造商这样的“周期性行业”公司的收益，会随着商业周期的波动而变化，进而导致公司股价低于食品或药品公司股价的原因。

换一种方式来看，由于汽车制造公司的收益没有食品公司那么稳定和可信，因此，即使有相同的收益和股息，在高贴现率下投资者愿意支付的股价也会比较低。在其他条件相同的情况下（尽管这从来没有发生过），为了补偿承受的额外风险，投资者也会要求汽车制造公司的收益率高于食品公司。这与我们上一章所讲的内容是一致的：“差”（价值型）公司总比“好”（成长型）公司的收益率要高，因为市场在适用贴现率时，前者要高于后者。记住，贴现率与预期收益率是相等的，高的贴现率使得股票价值比较低，未来的收益率比较高。

探讨好公司/差股票之间关系最生动的例子，可能是管理大师汤姆·彼得斯（Tom Perters）在 1982 年出版的那本畅销书《追求卓越》（*In Search of Excellence*）。彼得斯先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生通过设定一些重要的标准，确定了许多“非常著名”的公司。几年以后，一位来自俄克拉荷马州立大学的金融学专家，米歇尔·克莱曼（Michelle Clayman）将彼得斯先生书中提到的公司在股票市场上的表现，与根据同样标准选取的“非著名”公司进行比较。在该书出版后的5年时间里，这些“非著名”公司的市场收益率表现，比“非常著名”公司的市场收益率表现每年高出了11个百分点，这让人非常惊讶。

可能与你预期的一样，这些非著名公司的股价要比著名公司的股价低很多。很多中小投资者很自然地认为好公司的股票表现就一定好，然而，事实经常是反过来的。心理学家将这类逻辑上的错误称为“典型性”。

某个特定公司或者整个市场的风险是受很多因素影响的。风险就像情色作品那样，很难清楚地被定义，不过当我们看到它的时候，我们知道那就是它。然而，经常发生的情况是，公众在投资的时候，有时候会将风险夸大，比如20世纪30年代和70年代的经济危机；有时会大大低估风险，比如20世纪60年代和90年代发生的科技股票泡沫和互联网泡沫。

社会贴现率与股票收益

公司层面对于风险的探讨同样适用于整个市场。让我们重新回顾一下金融发展历史上两个非常重要的月份：1929年9月和1932年6月。在1929年秋季，市场显得兴奋异常。当时的科技创新（汽车、电话、飞机和发电厂），使得商业活动和人们的日常生活发生了翻天覆地的革命性变化，人们的生活水平得到了迅速提高。和今天一样，股票市场成为人们挂在嘴边上的话题。大家都知道股票投资带来的收益率，比其他任何投资带来的收益率都高。

在1924年出版的、广受大家欢迎且调查比较深入的《用普通股进行长期投资》（*Common Stocks as Long Term Investments*）一书中，埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）指出，股票收益率要远远高于银行存款和债券。此前10多年的发展历史也证明了他的这一观点。在最狂热的1929年，通用汽车公司的高级财务官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·拉斯科布（John J. Raskob）接受了《家庭主妇杂志》（*Ladies Home Journal*）的访问。金融的时代精神在下面这段话中得到了充分地反映：

> 假设一个男人在23岁时结婚，并且每月开始储蓄15美元（基本上凡是有工作的人，只要他愿意就能轻松做到这一点）。如果他投资的股票不错而且他同意将股息和其他收益进行再投资，在20年后，他将至少拥有80 000美元的资产和每月400美元的投资收益——他将会变得非常富有。因为任何人都能这样做，所以我坚信任何人不仅能，而且也应该成为富人。

拉斯科布所指的节俭年轻人，事实上是一个天才。连续每月15美元的投资，坚持20年后拥有的资产是80 000美元，这意味着年收益率超过了25%。说得更清楚一些，投资大众会因此相信这是投资的最佳时机。

然而，在1929—1932年的大萧条之后，情况发生了迅速的改变。每3个工人中就有1个失业，国内生产总值几乎只有原来的一半，抗议老兵被来自华盛顿的麦克阿瑟（MacArthur）将军和他年轻的助手艾森豪威尔（Eisenhower）遣散，而且此时美国共产党的人数达到了历史新高，甚至连经济学家都对资本主义制度失去了信心。这当然不是一个投资的好时机，对不对？

如果你在1929年9月市场处于疯狂顶端的时候买入股票，并且一直持有到1960年，那么你的年收益率将会是7.76%，也就是说1美元变成了9.65美元。这不算一个比较差的收益率，但是，对股票投资来说，也没什么值得称道的。不过，如果你在1932年6月买入股票，并且一直持有到1960年，那么你的年收益率将会高达15.86%，最初的1美元变成了58.05美元。很少有人会这么做！

我们讨论一下世贸中心爆炸事件。在事件发生之前，世贸中心被认为是相对安全且适合投资的地方。片刻时间，这一想法被击碎了，公众的风险观念一下子升到了很高的水平，贴现率的上升引发了股票价格的直线下降。看起来"风险增加了"的这种心理，是接下来几年时间里股票价格波动的主要决定因素。关键问题在于：如果公众信心持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低迷，股票价格仍然会维持在低位，不过这会带来未来的高收益。如果公众信心回升，股票价格就会上涨，从而导致收益率降低。

上述文字详细地阐明了社会风险与投资收益之间的关系。投资的最差时机其实是“天空”最晴朗，也就是一切都处于最有利、最安全的环境的时候。这时投资者能察觉到的风险比较低，投资者将未来股票收益进行贴现的贴现率也因此非常低。这样一来，股票的价格就变得很高，收益率也因此降低。在这个过程中，最坏的情形就是出现“天上掉馅饼”式的投资，这种情况既是传染性的又受情绪控制：每个人都陷入投资的疯狂之中。人是典型的社会性动物。不管我们怎样努力，这一点始终不会变化。只不过在投资领域，人类社会性的特征带来的是灾难。

投资的最佳时机可能是“天空”最黑暗、最乌云密布，也就是一切都变得不那么明朗，充满变数的时候。因为在这个时候，投资者对未来股票收益进行贴现时所用的贴现率都比较高，所以股票价格比较低，这样一来，未来的收益就会很高。心理和社会性特征在这里同样发挥着重要的作用。在经济处于最困难的时候购买股票，得不到家人和朋友们的支持。只有当我们回头看的时候，我们才有可能确定传奇投资者约翰·邓普顿（John Templeton）先生所说的“最悲观的时刻”是在什么时候。没有人会在市场触底时给你发送过期的通知，或者邮寄淫秽的明信片。

因此，即使你有勇气，而且很幸运地在市场触底时进入市场，把钱投入仍处于下降中的股市长达几年，这段经历也会让人感到非常不爽。当然，你所承担的系统性风险，事实上可能并不存在。这使我们回想起 1962 年发生的古巴导弹危机事件中一个可能并不存在的故事，一位年轻的期权交易员向年长的同事问道：“接下来应该是做多还是做空？”年长的同事毫不犹豫地回答说：“做多！如果危机得到顺利解决，你会大获丰收。如果危机不能得到解决，也不存在对手与你交易。”

在任何时候，全球的贴现率都是不一样的。不同的国家经济增长的速度和价值特征都不一样。例如，15 年以前，日本经济的增长势头是不可阻挡的。日本逐渐在汽车制造、电视、电脑芯片，甚至是机床等领域都超过了美国，而此前美国在这些领域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的统治长达几十年。洛克菲勒中心和加州的圆石海滩都被日本买下，东京的皇氏宫殿附近的地价甚至超过了整个加州。

日本的繁荣发展使得他们的贴现率一直非常低。由于其收益以非常低的利率水平进行贴现，所以日本市场价值泡沫严重。日本泡沫经济在1990年左右达到顶峰。1990年1月购买的1美元日本股票在11年后只值67美分，年收益率是负的3.59%。

在20世纪90年代早期，亚洲五小虎：中国香港、韩国、台湾地区、新加坡和马来西亚，都是特别值得投资的国家。但他们令人难以置信的经济增长速度很难继续保持下去。于是，悲剧再次重演，投资收益率从那个时候开始一路下滑。5个市场中，表现最好的是香港，1994年1月在香港投资的1美元到2000年年底还有93美分。而在表现最差的马来西亚，同样的1美元只剩下37美分。

于是，在千禧年到来的时候，每个人心中最理想的投资场所还是本国（美国）市场。

令人感到沮丧的是，贴现率看上去对少数股票的收益率高度敏感。换句话说，由于人类的金融行为存在缺陷，不断上涨的股票市场减少了人们对风险的敏感度，降低了贴现率，从而进一步推高了股票价格。你所面对的就是一个邪恶的（或者也可以说是道德的，这取决于你的价值观）周期。

同样的事情也会出现在相反的情形中。由于20世纪30年代股票市场遭受重挫，整个大萧条时代股票的贴现率一直保持在高位，这使得低价格和高收益率的持续时间超过了1/4个世纪。

真实的收益率

现在我们有必要将我们所学的东西，转化成对主要资产长期预期收益率的预测。任何时候只要可以，你都应该考虑真实的收益率（剔除通货膨胀的影响）。这是因为真实收益率的运用，能够让我们更清楚地判断股票的真实购买力，让理财规划变得更加简单。一开始，很多人觉得这有一定的难度，不过习惯了之后，你就会质疑为什么大多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人会用名义收益率（没有剔除通货膨胀的影响）呢?

让我们从假设20世纪股票的历史平均收益率为10%开始吧！因为20世纪的通货膨胀率为3%，所以真实的收益率只有7%，最难理解的是用名义收益率安排退休计划。我们假设你准备工作30年才退休。如果你用10%的名义收益率做规划，那么你不得不考虑超过30年的累计通货膨胀率的影响。这样一来，为了计算你的真实消费能力，你在你退休后的每一年都将必须扣除3%的通货膨胀影响因素。

如果按真实收益率来计算，这一切就会变得简单许多：10%的名义收益率减去3%的通货膨胀率，真实的收益率是7%，而且因为没有通货膨胀影响①，所以不需要做调整。真实的1美元购买力在50年后仍然保持不变（在第一次世界大战之前，当流通的货币是黄金白银等硬通货时，人们的想法就是这样，有一个经济学家的经典笑话：一位学院派向股票经纪人询问投资收益率："这是真实的收益率吗？"经纪人回答说："当然是真的，我昨天才从《华尔街日报》上获得这些数据呢！"）。从现在开始，我们在任何情况下讲的收益率，都是真实的收益率。

对于初学者来说，股息贴现模型告诉我们，现金的真实收益率是零，债券的真实收益率大约为3%，而股票的真实收益率大约为3.5%。在当前的经济环境下，有没有可能找到较高贴现率和预期收益的资产呢？有！即使是日本的股息倍数也比美国要低。因此，国外的预期收益率可能会稍高于国内的预期收益率。在全球范围内，小型公司股票与大型公司股票相比，贴现率要稍高些，因此，它们的预期收益率也稍高于大型公司股票。

接下来，我们要分析价值型股票投资。价值型股票收益率不可能用传统的方法进行估算，这是因为大多数超额收益来源于价值的缓慢增长，而随着时间的发展，那些时髦的股票越来越不流行了。

对于模型来说，这是一个比较难处理的过程，不过，从一般性的观察来看，总体上还是还是合乎程序的。假设在5年前，如果按照收益倍数（市盈率：股票价格与股票收

① 其实7%并不准确。10%的名义收益率扣除3%的通货膨胀率，得到的真实收益率应该是6.80%，因为1.10÷1.03=1.068。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的比例）对标准普尔 500 指数覆盖的公司进行搜索，你会发现前 20% 股票的收益倍数，是后 80% 股票收益倍数的两倍：两者的收益倍数分别是 20 倍和 10 倍。在 2002 年年初的时候，前 20% 公司和后 80% 公司的收益倍数分别是 64 倍和 20 倍，两者的差距超过了 3 倍。这与 2000 年春季市场处于最高峰的 7 倍差距相比，有一定的好转，不过，差距仍然很大。

因此，一个新的范例开始出现，2% 的历史超额收益率对价值型股票来说，是一个不错的选择，这样一来，大规模价值型公司的真实收益率大约为 5%，而小规模价值型公司的真实收益率大约为 7%。

不动产投资信托（Real Estate Investment Trusts，简称 REIT）是商业地产分散化投资组合管理公司的股票。具有代表性的例子是华盛顿不动产投资信托（Washington Real Estate Investment Trust，以下简称 WRE），它在华盛顿特区拥有大量的办公楼宇投资。从法律上来讲，WRE 应该将其 90% 的收益作为利润发放给股东。由于股息发放是强制性的，因此，不动产投资信托的当期收益率每年大约为 7%。WRE 的收益之所以一直处于下降的趋势，是因为它只能将一小部分利润用于再投资，再投资所需的大量本金需要靠借贷获得，因此，从总体上来看，WRE 的发展并不是很好。从 1972 年开始，它们每年的收益率增长速度大约为 3%，这比同一时期的通货膨胀率还要低两个百分点。考虑到 7% 的股息增长率和负 2% 的真实收益增长率，不动产信托投资每年的真实预期收益率大约是 5%。

很多国家的股票都被 20 世纪 90 年代的“亚洲金融危机”影响，现在的市场收益率大约在 3%~5%。“亚洲五小虎”中有很多国家的市场，与南美洲很多国家的市场相似，属于同一类型。未来这些国家的长期股息增长率，每个人都可以猜测，不过很有可能的是，他们将会重新步入经济增长的快车道，从而在未来获得更为健康的股票收益率。

金银采矿公司的股票属于非常具有吸引力的一类资产。它们当前的股息收益率为 3%，最保守的假设是它们的收益率和股息增长率都为零，那样的话它们的总体真实预期收益率为 3%：与债券和现金的收益率相同。从长期来看，它们是对抗通货膨胀的最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佳选择。但是，由于这些公司的股票对金价的微小波动都非常敏感，因此，它们的风险也非常高。在第 4 章我们会详细介绍投资组合理论，探讨为什么你的组合中需要配置少量的该类公司股票。

很多情况下，我们需要考虑信用风险，这一概念我们在前面也有接触。较低信用等级的公司债券收益率通常都比较高，这与上一章我们讨论的希腊船舶抵押借款是相同的。如今，这种“高收益”或者说“垃圾”债券的票面收益率为 12%，与只有 5% 的财政部国债利率相比要高出很多。它们就是值得投资的金融产品吗？很多公司的债券可能会违约，有些公司甚至会破产（违约并不必然就导致破产和全部损失，大约 30% 的公司只是临时性违约，随后还是会偿付本金和利息的，债券持有人经常还会从破产公司清偿资产中获得部分补偿）。

这些公司每年的平均违约率大概是 6%，损失率（每年这些债券本金损失的比重）大约为 3%~4%。在状况好的时候，投资损失率几乎为零，而在状况差的时候，投资损失率可能会非常高：每年大约为 10%。

因此，如果你每年的收益率比美国国债高 7 个百分点，但是由于公司破产可能会给你带来 4 个百分点的损失，到最后你每年的收益率仍然比美国国债高出 3 个百分点。很多投资者认为这个收益水平还不错。不过，要知道在经济处于衰退或者萧条时，即使是依旧存续的债券，其市场价值也会出现短暂性下降。例如，在 1989—1990 年，垃圾债券全面崩溃，即使是最健康的公司的债券价格，也普遍下降了约 20%。

如果你想继续投资垃圾债券，就必须时刻紧盯垃圾债券收益率与美国国债收益率之间的利差。在图 2—6 中，我详细描绘了过去几年垃圾债券与美国国债之间的利差（junk-Treasury spread，简称 JTS）情况。我们注意到，这个利差低于历史上的平均损失率。这种不合理的行为可以在投资者“追求收益”的动机中得到的解释：由于对国债和国库券的低收益率不满意，投资者宁愿冒更大的信用风险，来获得更多额外的回报，哪怕这种行为看起来有些傻。当利差小于 5% 时，投资者甚至不会考虑购买垃圾债券（你可以在华尔街日报封底上的“收益率比较表”中，找到高收益率和国债利率的对比情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况，要想求出利差，你需要从垃圾债券收益率中减去国债利率）。

美国国库券可以被认为是“无风险投资”。它们的真实收益率是很难准确预测的，因为它们的收益率变化很快，而且变动幅度很大，在 20 世纪 30 年代的时候，国库券的真实收益率几乎为零，而到了 20 世纪 80 年代早期，国库券的真实收益率超过了 20%。当前，美国国库券的收益率低于 2%，基本上与通货膨胀率相当，这也意味着其真实收益率为零。正如我们在第 1 章所看到的那样，它们的长期真实收益率并没有比零收益率高多少。

此外，还有一类债券是通货膨胀保值债券（以下简称 TIPS）。对于那些风险厌恶型的投资者来说，这类债券值得投资，因为它们能确保真实的收益率为 3.4%。你可以根据债券的到期期限，对购买这些债券的数量进行权衡，2032 年 4 月份到期的 TIPS 收益率高达 3.375%，而你需要承担的成本就是 30 年的真实利率风险，也就是在你购买这些债券后，真实利率水平上涨的可能性。这与普通债券的通货膨胀风险不是一回事（当然其风险也要大大低于通货膨胀风险），通货膨胀风险会使固定的利息支付价值被严重侵蚀。毕竟，购买 TIPS，你的目标就是要让自己免受通货膨胀带来的不利影响。

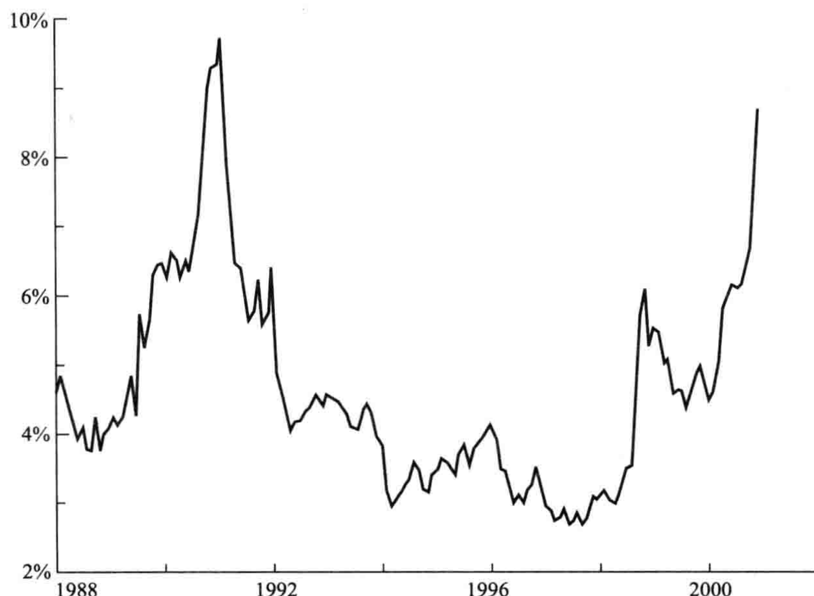


图 2—6　1988—2000 年垃圾债券与美国国债之间的利差情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在表 2—6 中，我简要罗列了从股息贴现模型中推导出来的，合理的真实预期收益率，这里要着重理解“预期”两字的含义。在金融学中，就像我们在人生旅途中会遇到很多变化一样，经常会出现预期与现实之间的巨大差异。对外国股票收益率进行估算的风险其实特别大。随着 1944 年确立的、在主要发达国家之间确定固定利率汇兑的布雷顿森林体系坍塌，以及外汇期货和期权交易活动日益增加，各种货币之间的汇率变得更加不稳定了。这就意味着外国股票的预期收益率，与真正能实现的收益率之间的差距，可能会越来越大。

表 2—6　　长期期望收益率

资产类别	预期的真实收益率（%）
美国大公司股票	3.5
外国大公司股票	4
大规模价值型股票（国外和国内）	5
小公司股票（国外和国内）	5
小规模价值型股票（国外和国内）	7
新兴市场 / 环太平洋国家股票	6
不动产投资信托	5
垃圾债券	5
投资级公司债券；TIPS	3.5
美国国库券和短期国债	0~2
贵金属投资	3

真实与期望之间的分离

我们在第 1 章重点回顾了股票收益率的发展历史：经济学家将这些收益率称为真实发生或者实现了的收益率。事实上，在过去的几十年里，正是由于很多小公司的繁荣成长，使这些数据看上去很漂亮。这些小公司的繁荣发展交织在一起展现出来的漂亮数据，给人们带来了遐想的空间：我们过去的收益率都很高，因此，未来我们还应该继续保持较高的收益率水平。

预测股票和债券的未来收益率，或许是最至关重要的投资技能。在本章，我们学习

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了可以帮助我们计算大多数目标资产预期收益率的理论模型，这一模型是建立在客观的数学基础上的。这种方法给我们提供的信息几乎不用怀疑。我们应该相信谁：乐观的历史收益率，还是通过戈登模型计算出来的理论收益率？

到目前为止，我的倾向如何，大家应该很清楚。沃伦·巴菲特曾经说过这样一句名言：如果股票的收益来自历史数据，那么最富有的人应该是图书管理员。无数的例子可以向我们证明，历史收益率其实经常会误导我们。1981 年之前的历史收益率，我最看好的是美国长期国债收益率。1932—1981 年的 50 年时间里，美国国债的年收益率达到了 2.95%，比年通货膨胀率低了将近一个百分点。当然，这一数据并不是那么鼓舞人心。然而，戈登模型告诉我们，债券未来的收益率更有可能是比历史收益率高的 15%。在接下来的 15 年时间里，美国长期国债的真实收益率是 13.42%，稍微低于戈登模型计算出来的预期收益率，其原因就在于利息的再投资收益率是不断下降的。

单个投资者面临的基本选择，是如何构建股票和债券的组合。看起来未来股票的收益率，更加接近费雪股息贴现模型预测的真实收益率 3.5%，而不是历史收益率的 7%。如果股票和债券的收益率像我们前面计算的那样发展，即便是最激进的、风险承受力强大的个人投资者在配置资产时，股票的比重也不会超过 80%。

遗憾的是，股息贴现模型只告诉了我们许多有关预期收益率的知识，并没有告诉我们未来风险的相关知识。我们只能根据过去风险与收益之间的关系，推算未来资产的潜在风险。在这一方面，我相信历史数据会提供不少有用的信息。尽管在金融领域任何事情都有可能发生，不过还是很难想象，类似 1929—1932 年的大熊市，在 21 世纪再次出现在我们前进的道路上。

在下一章，我们将会探讨如何利用过去的经验构建投资组合，使我们在确保收益的同时保持最小风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 预测各种主要资产类别未来长期收益率的能力，或许是个人投资者应该掌握的最重要的投资技能。
2. 股票和债券的价值，就在于其在未来产生的现金流收入。将这些收入贴现到现在，价值肯定会降低，这反映出相同数量的未来收入的价值要低于当前收入的价值。
3. 贴现率与资产价值呈反比例变化关系。贴现率越高，资产价值越低。
4. 贴现率与资产预期收益率相等，它的增减取决于资产面临的各种风险的高低。风险越高，贴现率/收益率就越高。
5. 从长期来看，资产的贴现率/预期收益率大约是股息收益和股息增长率之和。当前较高的股票价格和较低的股息率，意味着未来股票的收益率要低于过去的水平。
6. 以上的各种论点仅仅适用于长期收益率（期限超过20年）。对于短期来说，资产收益率几乎只与投机因素有关，是不能预测的。
7. 本章我们所探讨的各种方法表明，股票和债券的收益率在接下来的10年时间里将会很接近。这意味着，即使是最激进的投资者，也不会将超过80%的储蓄投资到股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

03 市场比你聪明

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

我知道你在想些什么："好吧，你说服了我。未来市场的收益率可能没有这么高。不过没关系，我能打败市场。或者说，即使我自己没有能力打败市场，我也可以找到一个有能力打败市场的共同基金 / 股票经纪人 / 投资顾问，让他们帮助我。"

现在，我们假设你住在一个名叫"Randomovia"[①] 的无名热带小镇。这真是一个好地方：绿树成荫，繁荣富足，还有飞快的上网速度。但是，它面临着一个严重的问题：这里住着一群喜欢胡闹的黑猩猩。为了安抚这些黑猩猩，小镇的居民定期把它们召集到一起，用华美昂贵的服饰装扮它们，让它们待在装修豪华的办公室里，负责管理这个小镇的投资组合。因为黑猩猩是非常爱嫉妒的动物，所以小镇禁止人类管理投资组合。众所周知，黑猩猩很喜欢玩掷飞镖；所以，它们把东西乱丢一气，落到股票代码表的哪只股票上就选择哪只股票投资。

有 3 点事实是我们必须要注意到的：

- 在任意给定时点，总会有一些黑猩猩是幸运儿，能够获得较高的投资收益。
- 一只黑猩猩以往的股票投资业绩与它未来的投资业绩没有关系。去年或过去 10 年的投资成功者未来可能是失败者，而失败者将来也有可能会变成成功者。
- 所有黑猩猩的平均投资收益率肯定与市场收益率相等，因为市场上只有黑猩猩能够买卖证券。

① 作者的意思是随便哪个名字，类似于中国人常用的某某。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每只黑猩猩都有 50% 的机会打败市场。不过有一个问题：它们管理的投资组合每年要收取 2% 的年费。在任意给定年份，投资收益率必须足够高，才能使得这 2% 的费用支出不值一提。然而，正是由于存在这 2% 的年费，每年能够打败市场的黑猩猩只剩下 40%，而不是最初估计的 50%。随着时间的流逝，平均法则的强大力量让大多数黑猩猩的投资业绩逐渐与市场收益率持平，只有少数几只最幸运的黑猩猩还能继续保持高于市场水平的投资收益率。20 年后，只有 10% 的黑猩猩在扣除 2% 的费率后，还能获得高于市场平均水平的投资收益率。所以，胜出的黑猩猩能被选中的概率仅为 10%。

亲爱的读者们，我有一个非常糟糕的消息要告诉你们。在过去几十年里，金融学者们一直在研究各种类型的投资专业人士的业绩情况，结果很明显：他们打败市场的概率与黑猩猩胜出的概率一样！

统计学让生活变得更美好

虽然现代科学变革早就发端于哥白尼、开普勒、伽利略和牛顿等人将数学建模引入物理学研究，但是直到 19 世纪，社会科学领域的学者：社会学家、经济学家和心理学家，才开始用严谨的数学模型研究社会现象。在第 1 章，我们已经了解到从 20 世纪初期开始，金融数据的质量有了极大的提高，而这正是整个市场都收集并分析股票与债券的价格信息，共同努力的结果。随后，研究者们开始检验股票和债券的整体收益情况，首先从分析基金经理们的业绩情况入手，这是自然而然的选择。

直到最近几十年，才开始有人质疑这样的观点：与医药、法律或职业体育一样，投资也是一项技能。自身能力、后天训练再加上努力工作，肯定能够带来超高的回报率。最出色的投资理财专家应当年复一年地保持高投资收益率，业务纯熟的经纪人或基金经理肯定能帮助客户赚个盆满钵满。在本章，我们要讨论的是这种观点被彻底驳倒，以及另外一种对股票或债券市场的行为更具说服力的新理论：有效市场假说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿尔弗雷德·考尔斯三世

绝大多数金融学界的开拓者们都出身贫寒，所以金融资产是最吸引他们的东西。就像一位出身豪门的朋友对我解释的那样：如果你在沙漠里长大，那么你肯定会无时无刻地想着要怎样才能搞到水。但是对于普通的西方民众来说，这个目标只消轻轻拧开水龙头就能达到，所以他们根本不会耗费精力思考这个问题。那些成长于巨富之家的人对钱的看法，就像我们对水的看法一样：如果想要水，打开水龙头就行了！从这个角度来看，阿尔弗雷德·考尔斯三世（Alfred Cowles Ⅲ）是最不可能成为金融学科开拓者的人了，因为他的家族拥有《芝加哥论坛报》（*Chicago Tribune*）的大部分股份，非常富有。1913 年从耶鲁大学毕业后，阿尔弗雷德成为了一名记者。不过没多久，他患上了肺结核，被送到科罗拉多州（Colorado）斯普林斯市（Springs）的疗养院休养。由于疗养期间闲暇时间较多，阿尔弗雷德开始打理家族的财务。

直到 20 世纪 20 年代中期，他一直坚持定期阅读 20 余份金融简报。他吃惊地发现，这些简报上提供的投资建议根本不靠谱。所有的简报都没能事先预测到 1929—1932 年超级大熊市的爆发，考尔斯家族也被拖累得损失惨重。他还发现在 20 世纪 20 年代牛市期间，这些金融简报的投资建议也根本不值一提。

考尔斯本人十分喜欢收集并分析数据，这是他的独特个性。他开始把金融简报的投资建议记录下来，然后分析其预测是否准确。在大量的分析之后，他找到了欧文·费雪。欧文·费雪当时是一家穷困潦倒的小型学术机构的社长，这家名为计量经济学社（the Economic Society）的机构专门研究金融数据。对于这家濒临绝境的学社来说，被拥有庞大家族财富的考尔斯看中真是天降好运。1932 年，考尔斯捐赠设立了考尔斯基金会，致力于金融资产的统计学研究。

考尔斯付出的研究努力同样不容忽视。他亲自负责收集并分析了 1871—1930 年间全美几乎所有股票及债券的数据。更重要的是，他的行为对随后的证券研究起到了极大的鼓舞与启发作用。如果没有考尔斯，我们直到现在也还将是金融世界里的“山顶洞人”，在黑暗之中毫无目的地蹒跚而行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考尔斯进行的第一个有组织的研究课题非常有预见性——分析研究金融简报。他所做的研究报告刊登在基金会刊物《计量经济学会会刊》（*Econometrica*）的第一期上，题目是“股票市场预测家们的预测准确吗？”这篇报告的摘要只有 3 个词“这值得怀疑”（It is doubtful）。他对最富盛名的金融简报，以及金融服务机构提供的投资建议进行了评估，还分析了当时规模最大的机构投资者火灾保险公司（fire insurance companies）的股票购买行为。

他的研究结论令人震惊。金融机构和保险公司的选股能力实在是太糟糕了：只有 1/3 的机构投资者能够获得与市场平均水平相同的收益率，或者打败市场。而那些总是强调入市时机的金融简报，其实际投资业绩正如考尔斯多年来一直怀疑的那样，更是糟糕透顶。研究的结果显示，几乎在任何情况下，投资者听从他们的投资建议，还不如靠抛硬币决策赚得多。考尔斯还发现，预测水平最高的金融简报所能获得的投资收益，可以轻松地通过随机选择来实现。然而，更令人吃惊的是，如果按照预测水平最差的金融简报的投资建议去投资，结果之可怕已经不能简单地用概率或运气来解释了。换言之，尽管没有证据证明，表现最佳的金融简报的作者们确实掌握着某种技能，不过，表现最差的金融简报的作者们却显然不是一般的愚蠢无能。这就是我们将要不断面对的现实：在金融专业人士中，最佳的投资业绩可以很容易地用运气来解释，但是投资业绩最差劲的所谓专业人士，肯定是超乎寻常的缺乏能力。

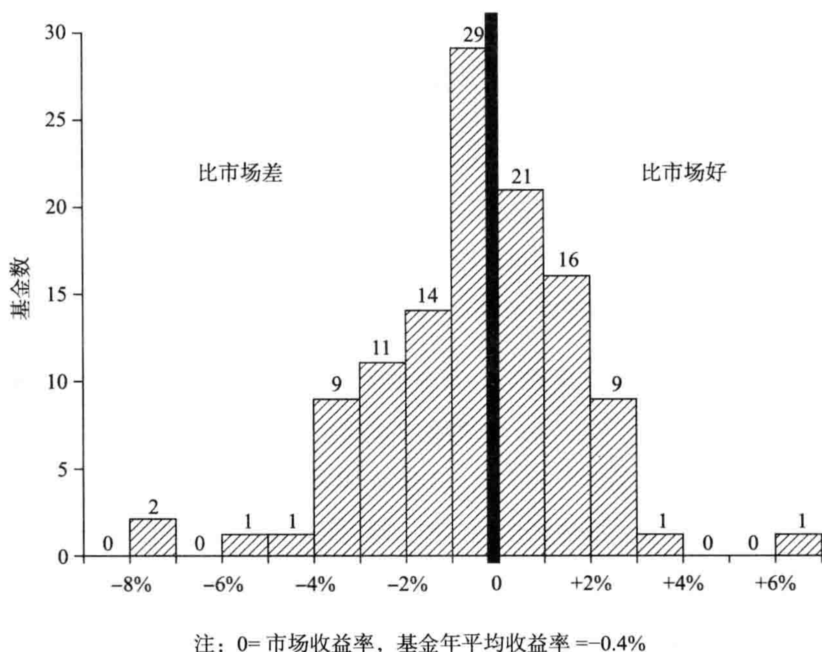
在投资管理行业飞速发展的同时，有关投资管理的知识与信息也出现了大爆炸，这并不是巧合。考尔斯研究中所涉及的统计计算，根本无法用人力来完成。他是第一位使用霍尔瑞斯公司（Hollerith Company）生产的穿孔卡片机,进行数据分析的金融学家（另一位投资大师本杰明·格雷厄姆也与霍尔瑞斯公司有着一种奇怪的关联性，在 20 世纪 20 年代，当时本杰明·格雷厄姆是一名年轻的分析师，这是他的第一份工作，他向作风保守的老板推荐了霍尔瑞斯公司的股票，结果差点因此被炒鱿鱼，几年后，霍尔瑞斯公司决定改叫另一个更具有现代化色彩的名字：国际商用机器公司，即 IBM）。

不过，直到电子计算机开始大规模商业化生产销售，金融数据的分析才开始真正变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得容易起来。1964 年，学者迈克尔·詹森（Michael Jensen）决定研究共同基金的投资绩效，来为探究其是否具有出众的选股能力寻求证据。因为当时詹森选择的共同基金样本，绝大多数持有比例较高的现金，所以几乎每家样本基金的投资收益率都低于市场平均水平。虽然收益比较低，但是这样做的安全系数高。于是，詹森使用复杂的计算机计量模型，来修正现金的持有比例，并对统计结果的显著性进行了检验。

图 3—1 表示的是在风险调整后，基金表现与市场的相关关系。它揭示了在没有扣除基金管理费的前提下，基金的总体市场表现情况。图中间那条比较粗的黑色直线代表的是市场的表现情况，这条线左边的柱状图表示的是经营业绩不如市场表现的基金数量，而这条线右边的柱状图表示的是经营业绩比市场表现好的基金数量。



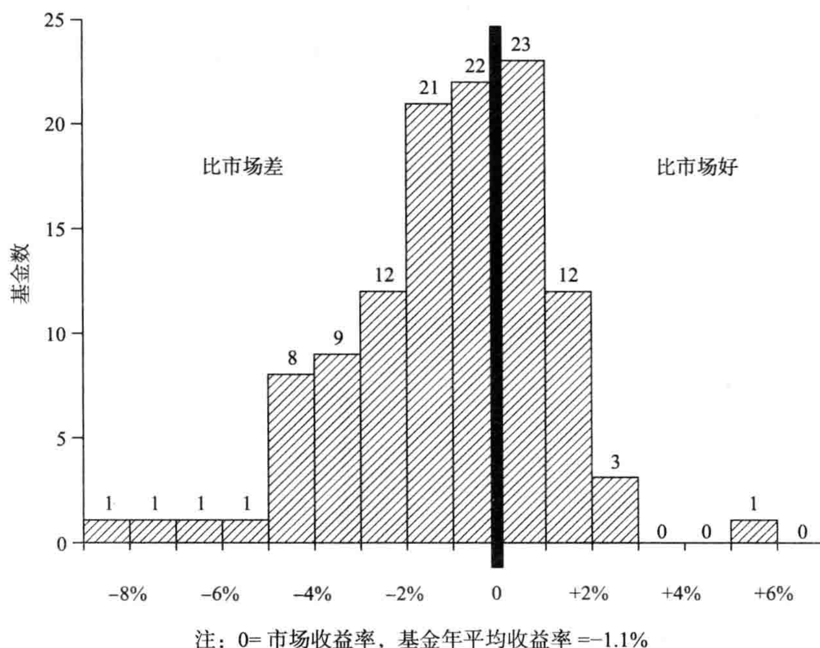
注：0= 市场收益率，基金年平均收益率 =-0.4%

图 3—1　1946—1964 年共同基金毛收益与市场表现

在 115 只基金中，有 48 只基金表现好于市场，67 只基金表现不如市场。正如詹森预测的那样，基金的平均表现与市场相接近（事实上，年收益率比市场差 0.4%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3—2 向我们展示的，是剔除了基金管理费影响之后的基金表现。这里的收益率水平是股东们实实在在看得见收益。



注：0= 市场收益率，基金年平均收益率 =-1.1%

图 3—2 1946—1964 年共同基金净收益与市场表现

基本上，在考虑了基金管理费后，基金的表现整体向左平移了 1 个百分点，因此，只有 39 只基金的表现好于市场，76 只基金的表现比市场差。更有趣的是，只有 1 家基金公司的表现每年超过市场水平的 3%，却有 21 家基金公司的表现低于市场水平 3% 以上。我们再一次见证了考尔斯开创性的工作：没有证据表明，有技能投资业绩就一定位于前列，情况还正好相反，这些所谓有技能的基金经理投资业绩往往排名靠后，这说明很多基金经理完全不称职。

基金从这里开始走下坡路。我们研究的所有共同基金都存在消费费用（这个费用通常占购买数量的 8.5%），而这一点，詹森并没有考虑。因此，基金投资者所获得的真实收益率比图 3—2 中的数字还要低。如果不考虑最底端的情况，图 3—1 和图 3—2 的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布状况与黑猩猩掷飞镖的结果基本类似。

- 基金的平均毛收益率与市场收益率相等。
- 基金投资者所获得的净收益率与市场收益率相比是负数。
- 表现最好的基金经理带来的收益率可以很容易地从机会原理中得到解释。

我们还在 Randomovia 吗？基本上是的！我们要是真的在 Randomovia，就应该发现，如果按黑猩猩掷飞镖的方式进行投资，要打败市场几乎不可能。事实上，后来的研究人员很快就发现在现实生活中，情况的确如此。

自从詹森开创了这方面的研究后，众多的研究结果不断重复他的发现，并在最后的预测上做了修正：过去的超常表现基本上没有任何预测价值。遗憾的是，这些结果对于外行人员来说基本理解不了。当 20 世纪 60 年代中期，詹森的研究结果发表在《金融》杂志上时，这可能是受过大学高等教育的普通人，在阅读这些学术性金融论文时，不至于昏昏欲睡的最后机会了。统计学和计算机技术在金融研究领域的广泛运用，使得这些高深的研究结论很难转换成平实的语言。用马克·吐温的话说，金融研究已经变成了“纸上的氯仿”。

很明显，这些研究表明，基金在市场表现方面还存在一定的延续性。上一年表现最好的基金经理，在下一年表现继续高于平均水平的概率大概为 0.25%~0.5%。但是再往后，就什么都不是。过去很长一段时间都表现杰出的基金，到后来基本不存在。由于 0.25%~0.5% 的回报要大大低于基金管理费，因此，这种投资也不值得参与。

在有关共同基金业绩表现的众多研究中，最乐观的发现是，如果你投资的共同基金在上一年业绩表现位于前 10%，那么今年你所投资的共同基金的业绩表现，不会好于指数基金的表现，仅仅会因为较低的费用而与指数基金的平均业绩基本相当。这样的“投资策略”要求投资者每年都更换基金。对于积极管理的共同基金来说，最好的情形就是每年彻底调整一下投资组合，你可能（仅仅是可能）与市场指数表现一致。记住，这只是在税前。在纳税账户里，这一投资策略会让你的短期资本利得被侵吞，因为你不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得不承担联邦和州的全额税赋。

在这么多沉闷的研究中，唯一让人感到兴奋快乐的是全美社保基金理事会（Dimensional Fund Advisors）和标准普尔正在进行的研究，该研究关注的，是那些选择过去表现最优的共同基金的投资者，未来会面临什么样的情况。他们以 5 年为一个周期，选择表现最好的 30 家共同基金。然后，他们追踪这些业绩优秀的基金公司接下来的市场表现。相关的数据我都罗列在图 3—3 中。

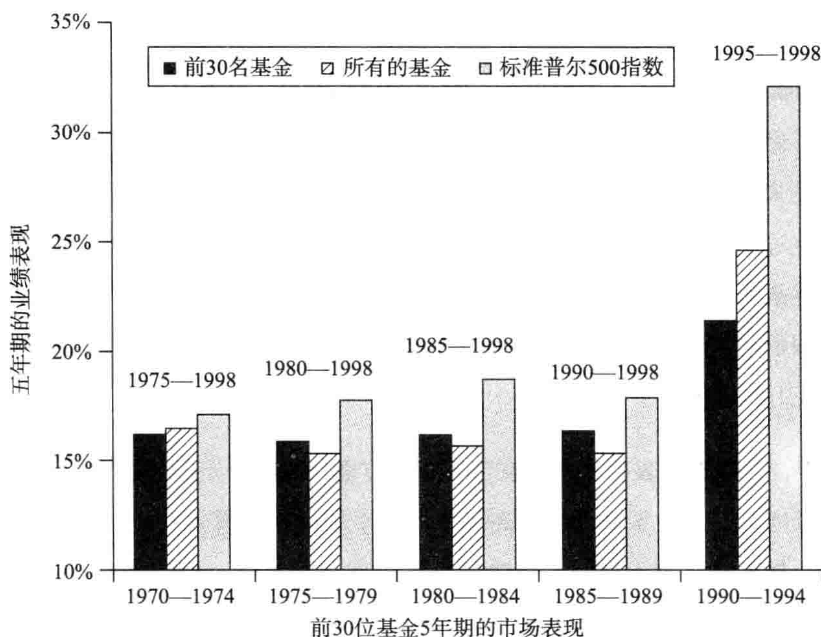


图 3—3　前 30 位基金随后的市场表现

为了更好地理解图 3—3，让我们首先看看左边的第一组柱状图。第一个柱子（黑色）代表的是排名前 30 位的国内股票型基金在 1970—1974 年的业绩表现。换句话说，之所以选择这些基金，是因为它们在 1970—1974 年间的超凡表现，然后我们持续观察这些基金 1975—1998 年间的市场表现，并与共同基金平均业绩水平（网格柱）和标准普尔 500 指数（灰色柱）进行比较。我们注意到在有些年份，这些之前表现优异的共同基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金，仍然比共同基金平均表现要好，不过，在另外一些年份，它们的表现没有平均表现好。不过，在随后的每个时间段，这些基金的市场表现都差于标准普尔 500 指数的表现，有些阶段差别还特别大。这就是典型的 Randomovian 行为，我们再一次见证了黑猩猩的投资优于专业选手。

事实上，由于存在“生存者偏差”，这些研究低估了积极管理的作用。我们在第 1 章讨论不同国家股票和债券收益差别的时候，提到过生存者偏差。在这里，不管你是从报纸上看到那些表现优异的共同基金，还是从诸如晨星公司（Morning star. Inc）这样的资深共同基金研究机构数据库中了解到表现突出的共同基金，你所看到的都不是完整的共同基金数据，你看到的只是那些存活下来的基金公司。那些由于表现差劲而没有走出困境的共同基金并不在这些名单中（除非你自己想办法找到它们），如果将这些表现不好的共同基金都考虑进来，那么真实的积极管理型基金的市场业绩，每年还要下降 1.5 个百分点。这样一来，积极管理型基金的市场表现，比它们现在表现出来的还要差。

通俗地说，一只积极管理型基金可能会使你面临这样的风险：由于其市场业绩表现很差，所以基金公司希望未来通过激进管理，消除这些不好的记录。换句话说，你可以购买这只基金，不过结果会比较惨。

更坏的消息：市场冲击

由共同基金占据投资市场的主导地位，也是最近才出现的现象。20 世纪 60 年代以前，由于高达 8.5% 的交易费用和并不是很惊艳的业绩，很多投资大众对共同基金并不是很感兴趣。再往前推 40 年时间，在 20 世纪 20 年代，投资大众脑海中的共同基金是与“投资信托”联系在一起的。这就相当于今天的封闭式基金，只是基金管理者更多地运用了杠杆效应（借入资金）。正是由于大量使用杠杆，在 1929 年的第一次危机中，很多公司都宣布破产。

所有的这一切在 20 世纪 60 年代都发生了改变。1957 年，富达基金（Fidelity）让一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位名叫吉拉德·蔡（Gerald Tsai）的年轻经理人管理该基金，他的中文名字叫蔡志勇①。蔡志勇特别擅长成长型股票投资，在20世纪60年代中期，很多成长型公司（施乐、IBM、LTV和宝丽来）成为了市场的主流代表。这些被称为奋进（Go-Go）的年代基本上是今天高科技/互联网狂热的翻版。各种令人欢欣鼓舞的新技术不断出现在市场上，所有公司都保持着快速发展的步伐，产品的销售价格也高得离谱，与近期的泡沫很类似。

蔡志勇属于典型的“快枪手”：快速买进和卖出，在这个过程中牟取暴利，这种风格的基金经理随后变得非常有名气。1962年在市场遭受重创的时候，富达基金的收益率高达68%，到1965年，其收益率再次高达50%，而同期市场收益率仅为15%。随后，富达基金的创始人，爱德华·约翰逊二世（Edward John Ⅱ）告诉蔡志勇他不会成为富达基金的继承人，于是，蔡志勇离开富达，创立了高速成长的曼哈顿基金（Manhattan Fund）。

对蔡志勇而言不幸的是，在那个时候，他也被致命的“大猩猩综合征”给击倒了。1966—1967年，曼哈顿基金表现平平，到了1968年则业绩更差。在1968年的上半年，曼哈顿基金市值缩水了6.6%，而同期的市场收益率却高达10%，根据共同基金专家阿瑟·利普（Arthur Lipper）的研究，曼哈顿基金在所有305只共同基金中排第299位。在这个时候，蔡志勇抛弃了曼哈顿基金，把自己的所有股份兑换成现金，将基金以3 000万美元的价格卖给了C.N.A金融公司。

为什么曼哈顿基金会如此迅速地衰败下去呢？美国知名的财经作家们一致认为过分的投机和骄傲自大，决策失去理性导致了基金的快速衰落。不过，金融媒体没有关注到更为重要的信息：曼哈顿基金的遭遇在共同基金领域是最普通不过的现象：资产膨胀，从而侵蚀了其盈利能力。曼哈顿基金衰败是资产膨胀的第一个实例。

为了更好地理解资产膨胀，我们有必要回顾一下投资组合规模与投资结果之间的关系。我们假设你认为XYZ公司的股票非常值得投资，就给你的经纪人打了电话。为了

① 蔡志勇，1929年出生在中国上海，在20世纪60年代，不到40岁的蔡志勇成为华尔街人人关注的顶级投资者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简化计算，假设你购买的股票价值 1 000 美元。很明显，不大可能每个人都会关注到你的购买举动，因为股票每天交易的总量超过百万美元，你的投资活动对市场产生不了任何影响。

但是，当你的投资金额高达 250 万美元的时候，情况可能就会不一样了，这个时候，你将面临一个很大的难题。你不可能在不引起股票价格剧烈波动的前提下完成你的投资活动。换句话说，就是在今天的价格水平上，没有足够多的股票供你购买。如果你将所有的钱都用来购买该股票，那么，股票价格就一定会上涨。这个时候你的持股成本就会大大高于你只买一小部分股票的持股成本，你的最终收益率也会因此小很多。当你想卖股票时，同样的情况也会出现：由于你出售的股票数量太多，股票价格水平肯定会下降，从而降低你的收益率。

这种大型投资者所经历的收益率降低的情形被称为“冲击成本”，它使得投资的收益率直接奔向基金的底线。遗憾的是，这种冲击成本还很难量化。现在，我们更清楚地知道了曼哈顿基金股东们所面临的困境。蔡志勇是第一位获得“超级明星基金经理”称号的人，由于名气的不断提升，他控制的资产数量很快膨胀了起来，投资操作的难题因此摆在他面前。

在 1968 年前 3 个月里，蔡志勇的声誉为基金带来了 16 亿美元的资金投入（这在当时是一笔非常巨额的资金）。他只是不能在大量冲击成本的影响下，合理地将这笔巨额资金进行投资。实际上，曼哈顿基金的股东们每次买卖基金的时候都需要支付一笔可观的“蔡税”（Tsai Tax），最终，这严重影响了曼哈顿基金的业绩表现。

在蔡志勇离开曼哈顿基金后的 10 年时间里，这种情形不断地重复出现。资产膨胀后能够很好地进行管理，并取得成功的最佳代表之一就是罗伯特·桑伯恩（Robert Sanborn），他掌管着著名的奥克马克基金（Oakmark Fund），并且很早就“退休”了。桑伯恩先生是一位毫无争议的超级明星基金经理。从 1991 年到 1998 年年底，奥克马克基金的年收益率高达 24.91%，而同期的标准普尔 500 指数的收益率只有 19.56%。在 1992 年，奥克马克基金收益率超过市场平均收益率 41.28%，这一成绩非常惊人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

桑伯恩的业绩表现无疑是非同寻常的，因为即使是最强大的统计检验也表明，他所获得的成绩并不是出于偶然（这与蔡志勇的成绩表现不一样，蔡志勇所获得的业绩很容易被解释为，他所投资的股票都是成长型股票且具有很大的随机性）。当我们单独考察每一年的基金业绩时，会发现一个完全不同的结果。表 3—1 中第二行数据表示的是奥克马克基金业绩与标准普尔 500 指数业绩相比较的情况（也就是基金业绩比标准普尔 500 指数好或差多少），而第三行数据表示的是奥克马克的基金资产总额。

表 3—1　　奥克马克基金业绩

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
收益率（+/－S&P）	41.30%	20.40%	2.00%	－3.10%	－6.70%	－0.80%	－24.90%
资产总额（百万美元）	328	1 214	1 626	3 301	4 194	7 301	7 667

这正是我们所看到的经典情景：基金投资者都追随业绩表现优秀的基金，基金的资产规模因此不断膨胀扩大，随着基金规模越来越大，投资者的收益越来越低。很明显，当基金规模超过十亿美元时，桑伯恩先生在管理基金资产方面也出现了难题。

上面的例子向我们揭示了另外一个令人沮丧的现象：只有很少部分的基金投资者，能成功地享受基金早期的高收益。当基金业绩开始走下坡路时，绝大多数投资者才开始追随被认为是成功的基金。如果按照资金加权的方式来衡量基金的收益率，我们会发现奥克马克基金的年收益率，要低于标准普尔 500 指数 7.55 个百分点。当某位投资者说："我拥有去年表现最佳的共同基金"时，《华尔街日报》的乔纳森·克莱门茨（Jonathan Clements）挖苦说，他通常可能忘记加上这样一句了，"不幸的是，我是今年才买的"。

一个人悲伤，其他人欢笑。正如我们前面说的那样，很多案例都表明很多表现突出的基金并不具备持续性，都会从顶部跌落到底部。处于行业末端 20% 范围内的货币基金经理之所以会表现不佳，偶然性因素并不是最主要的原因。他们也受到冲击成本和高昂手续费带来的影响。那些基金管理费最高且交易最频繁的基金经理，诸如蔡志勇和他的短线同事们，他们的交易成本都是最高的，而且年年如此。不幸的是，最受伤害的就是购买这些基金的股东们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大规模的资金应该如何投资

还有一个资金规模和运转效率比共同基金好的机构：全国社保基金。事实上，全美最大的投资机构是大公司和政府机构的养老基金，像加州公务员养老基金（California Public Employees Retirement System，简称 CALPERS）管理的资金规模就超过了 1 700 亿美元。这些机构各自拥有一支非常高水平的管理队伍，连全美最富有的私人投资者都希望能够将资产交给他们管理。

如果你是才能出众的基金经理，那么这个平台也会是你特别向往的。例如，最高层的养老基金经理获得的报酬是其管理资金规模的 0.10%。也就是说，如果管理资金规模为 100 亿美元，那么基金经理的报酬将高达 1 000 万美元，这远远高于那些超级明星共同基金经理的收入。毫无疑问，如果你有能力选择那些值得投资的股票，就应该获得这么高的报酬。让我们来看看规模这么庞大的养老基金是如何运作的吧。

图 3—4 向我们展示了 1987—1999 年全美最大的养老基金的业绩情况，这些数据都来自皮斯凯塔克研究中心（Piscataqua Research）。基本上在整个研究涵盖的时间范围内，所有养老基金的资产分配都是相同的：60% 用来购买股票，40% 用来购买债券。因此，评价基准也由 60% 的标准普尔 500 指数和 40% 的雷曼债券指数构成。图中超过 90% 的养老基金业绩表现要低于我们的评价基准。由于积极的投资管理活动结果并不是很理想，这些养老基金逐渐放弃了积极的投资管理方式。当前，大约有一半的养老基金股票投资策略都是被动管理，也就是“指数化管理”。

尽管中小投资者并不会面临这一难题，而且还有可能凭借自己的经验和知识取得辉煌的成绩。不过，如果全美国最大的共同基金和养老基金，在拥有最及时全面的资讯、最好的分析师和最强大的电脑配置的情况下都不能成功地选择股票和基金经理，那么，你成功的机会又有多大呢？你凭什么相信你的经纪人或者投资顾问就有能力战胜市场呢？就算真的有基金经理能够连续打败市场，你又有多少机会接触到这样的人呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

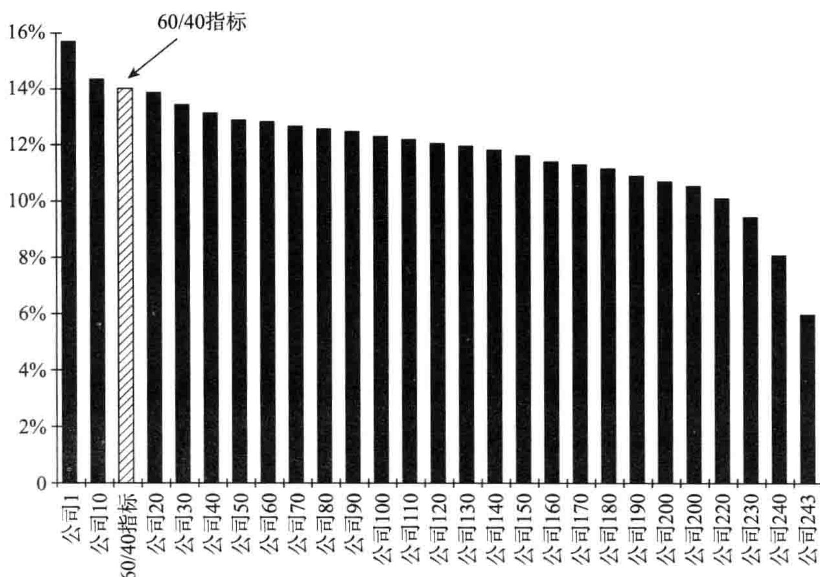


图 3—4　1987—1999 年 243 只大型养老基金的表现

投资预测行业的其他“精英”们

一直奋斗在市场中的投资者能够抓住的最后一根稻草，是他们希望自己能够踏准市场的节奏：在股票上涨的时候买入，在股票下跌前卖掉，从而提高他们的收益，减少面临的风险。可惜的是，这仅仅是一个幻想——如果谁抱着这种想法进行投资，最后肯定一无所有，这是赤裸裸的玩世不恭。

一般说来，投资者可以被分为两大类：一类是不知道市场会往哪里去，一类是不知道自己其实一无所知。其实还存在第三类投资者: 市场战略家。他们一般出现在经纪行，口齿伶俐，讲的东西非常具有煽动性，衣着讲究而且拿着高工资。他们的工作就是让投资大众相信他们公司通过一系列经济、政治和投资数据的分析，能够预测市场未来的走势。其实他们知道的只有两件事情：第一，与其他人一样，他们并不知道明天市场会如何发展。第二，他们的生活取决于他们到底知道多少。

我们已经了解了阿尔弗雷德·考尔斯对市场评论员糟糕表现的评价。几十年后，著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名作家、分析师和货币基金经理大卫·德雷曼（David Dreman）在他名为《逆向投资策略：股票市场成功的心理战略》（*Contrarian Market Strategy :The Psychology of Stock Market Success*）的书中追踪了 1929 年市场战略专家们的观点，发现这些专家们的分析判断误差率高达 77%。在所有关于专家市场观点的研究中，这种情况经常出现。事实上，市场专家的表现在 3/4 的时间里都是很差劲的。

投资预测行业最应该感到抱歉的是市场评论员。两位金融学领域的学院派专家约翰·格雷厄姆（John-Graham）和坎贝尔·哈维最近完成了对 237 名市场评论员的访问。他们对鱼龙混杂的评论员队伍在预测市场走势方面的成绩进行了研究，发现这些评论员的预测只有 25% 的准确率，还不如大猩猩掷飞镖 50% 的成功率高。更差劲的是，没有一位评论员能够连续预测成功。唯一能够保持业绩连续的就是处于末端的评论员，许多评论员出错的频率更是惊人的夸张。他们举例说明了一位知名投资顾问的表现，这位投资顾问所构建的投资策略在 13 年时间里业绩竟然是惊人的 −5.4%，而同期标准普尔 500 指数的年收益率则高达 15.9%。

让人感到更为惊讶的是，还有评论员对其他评论员的表现进行排名，认为这样就能够找到表现出众的一流投资顾问。格雷厄姆和哈维的研究表明，在现实生活中，这位评论员就像是在裁判一场掷硬币比赛（尽管格雷厄姆、哈维和其他人的研究都提出了另外一个更有促进作用的策略：评选表现最差的评论员）。

在讨论股市时事评论员的时候，我们应该记住马尔科姆·福布斯（Malcolm Forbes）的名言：这个领域赚钱的唯一方法是提高销量，而不是听取杂志上的建议。后来的约翰·布鲁克斯（John Brooks，上一代金融记者协会的主席）有着更为愤世嫉俗的言论：如果著名的投资者开始在出版物上发布股市时事评论，就意味着他的投资技术完全行不通！

尤金·法玛高喊着“我找到了”

如果说欧文·费雪是 20 世纪前半期最著名的经济学家，那么没有人会质疑 20 世纪后半期最著名的经济学家是尤金·法玛（Eugene Fama）。尤金·法玛的经历几乎是近代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有伟大的经济学家的典型代表：出身并不富裕，最开始学的也不是金融学。他在大学的时候主修的是法语，而且是一个非常有天赋的运动员。为了维持生计，他开始为一位金融学教授工作。当时这位教授负责编辑一份股票市场简讯，尤金·法玛的工作是分析股票市场交易规律。换句话说，就是研究和制定各种能打败市场，获取超额收益的战略。

在认真研究历史数据的基础上，他发现过去的很多策略是成功的。不过，一件有趣的事情发生了。每当他发现某种策略在过去取得了辉煌的成绩时，随着时间发展，这一策略就变得很一般，业绩下滑很厉害。法玛随后加入了由考尔斯领衔的金融专家团队，他们发现，虽然找到过去的精选股票并且准确判断市场时点的策略很容易，但是这些策略却很难一直保持下去。

这一理论甚至连很多专业人士都难以理解。你多次听到知名的市场分析师这样说：由于发生了 X 事件，市场肯定会跌或者会涨，因为之前发生类似的事件时，10 次里有 8 次市场是这么表现的。最有代表性的例子是“超级碗指标”：如果来自老的美国橄榄球联盟（NFL）的球队赢了，市场会涨；如果来自老东联（AFL）的球队赢了，市场会跌。

事实上，如果分析大量的随机数据，就不难发现一些与市场收益紧密相关的因素。例如，抱着随便玩玩的心态，第一象限投资公司（First Quadrant）的戴维·莱茵韦贝尔（David Leinweber）通过认真分析美国市场数据，发现股票市场的运行趋势几乎与孟加拉国的黄油生产完全相关。不过，我可不想用自己的钱来检验这一发现正确与否。

然而法玛的时间选择却很完美。在美林证券（Merrill Lynch）资助芝加哥大学建立证券价格研究中心（the Center for Research in Security Prices，后文简称 CRSP）后不久，他就来到了芝加哥大学攻读研究生。这一著名的研究机构硬件条件非常不错，电脑配置很高，可以储存和分析大规模高质量的股票数据，而这一切正是考尔斯梦寐以求的。任何时候当你听到投资专业人士提及 1926 年的情形时，他会告诉你，他的数据来自 CRSP。

法玛开始怀疑股票价格走势是随机和不可预测的，他对 CRSP 数据的缜密统计研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也证实了这一点。但是，为什么股票价格的波动表现又是随机的呢？**这是因为股票价格中包含所有公开的消息和大多数内幕消息。**

如果你发现公司财务官最近频繁且急促地申请巴西签证，你可能可以通过这条消息获得超额利润（尽管不合法）。不过，你通过这种方法在数量庞大的公司股票投资上继续盈利的可能性几乎为零。随着美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）的监管日益严厉，使用这种方法每年只获利一次的机会也变得越来越小。

换一种方式思考，最简单的事实是，有如此多的聪明分析师在关注股票的变化，因此他们中的任何人都不会获得额外的优势，因为股票价格在同一时间反映了他们通过收集到的各种信息做出的综合性判断。事实上，情况可能会更糟糕：统计数据表明，各个领域的专家们做出的综合性判断，确实比他们单独做出的判断要准确。

1968 年发生的天蝎号核潜艇沉没事件就是典型的综合性判断具有更高准确性例子。当潜艇沉没时，没有一个人知道具体的方位，几十位专家给出的沉没点可能范围散布在几千平方公里的海床上。然而，把这些预测数据集中起来以后，具体的方位就变得很明确——在方圆 220 米内。所有市场参与者对某只股票或者整个市场的预测，通常情况下要比某个最聪明、最有经验的股票分析师所做的预测准确许多。换句话说，对明天股票价格最好的预测就是今天的价格。

经济学家们经常开的玩笑，是一位教授和学生一起在校园里散步时发生的故事。学生停下来准备捡起地上的一张 10 美元支票，教授很快阻止了他。“等会儿，不要急。”教授说道，“如果真的是一张 10 美元的支票，肯定早就被人捡走了。”市场行为同样如此。

我们假设 XYZ 公司的股票价格为 40 美元，聪明的分析师意识到该公司的真实股价应该值 50 美元。因此分析师所在的投资公司或者基金会尽一切可能购买该公司的股票，于是，该公司股价很快就上涨到每股 50 美元。整个过程可能只花了几天时间，而且是在非常秘密的状态下完成的。此外，很多时候都不是分析师自己完成这些操作的。如果其他的分析师发现该股票价格和成交量上升明显，他们也会进一步加强对该公司股票的研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究，从而也会发现该公司股票值 50 美元。在股票市场中，偶尔会出现与掉在地上的 10 美元支票类似的情况，但非常少见。你当然不想靠这个来谋生。

股票的价格反映了所有公开有效的信息，因此对于市场的分析是徒劳的，这就是我们所熟悉的"有效市场理论"（The Efficient Market Hypothsis，简称 EMH）。尽管有效市场理论并不是完美无瑕的，它也经受住了那些认为积极主动选择股票是有价值的观点的挑战。事实上，还是有证据表明那些最优秀的证券分析师有能力成功地挑选股票。遗憾的是，通过这种方式获得的利润被冲击成本消减了许多，而且被看中的股票也很容易被其他分析师发现。

总的来说，研究股票获得的利润与为此付出的成本并不相称。价值线（The Value Line）排名系统就是最有说服力的例子。研究过该系统的大多数学者都对其理论结果印象深刻，然而，由于上文提到的各种因素，投资者不大可能通过精选股票获得额外的收益。当最新的信息送达你信箱，或者你从图书馆看到相关信息时，已经很晚了。事实上，连价值线本身都不能让系统发挥作用，其旗舰公司价值线基金的业绩，在过去的 15 年时间里落后标准普尔 500 指数 2.21 个百分点。这其中的差距有 0.8 个百分点是由基金费用引起的。如果连价值线都不能让系统正常运转，又有什么能让你相信推迟 4 天之久的各种股市时事评论能够帮助你战胜市场呢？

还有另一个被大多数投资者忽略的方面：只有比你的交易对手更加了解股票，你才有可能通过交易赚钱。可问题是，你连自己的交易对手是谁都不知道。如果你有能耐，你可能会发现这些交易对手是富达、太平洋投资管理公司或高盛。这有点像网球比赛，看不清楚球网另一面的对手。可怕的是，在大多数时间里，球网对面的对手是威廉姆斯姐妹。

很多中小投资者经常想着花 225 美元购买股市时事评论简讯，登陆雅虎财经网站，或者根据一些简单的原则筛选股票，想通过这种方式战胜市场，让我感到很惊讶。这种投资行为就好像划着小船想打败强大的第六舰队那样天真，结果是不言而喻的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特与林奇

任何关于专业资产管理失败的争论都是不完整的，除非有人提问："沃伦·巴菲特和彼得·林奇怎么样？"即使是最顽固的有效市场理论支持者，也不得不为他们的业绩所折服，并将金融领域很难做到的形容词："高水平"送给他们。

我们还是先来看看这些数据吧。在他们两个人中，巴菲特的纪录更加让人印象深刻。从 1965 年年初到 2000 年年末，巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Cooperation）账面价值每年以 23.6% 的复利水平上涨，而同期的标准普尔 500 指数的收益率仅为 11.8%。事实上，伯克希尔·哈撒韦公司股票的实际收益率还要更高些，这个业绩表现实在让人很惊讶。如果投资者在 1964 年的时候投资 10 000 美元购买巴菲特的公司股票，那么，今天其价值将会超过 200 万美元。而且，与第 1 章所讲的理论不同，实际生活中确实有投资者获得了这样的高收益（他们就是沃伦·巴菲特和查理·芒格 [Charlie Munger，伯克希尔·哈撒韦公司合伙人]）。不过，这并不能说明所有的问题。

首先，选择伯克希尔公司并不是一个完全无风险的投资。2000 年 3 月中旬，伯克希尔公司的股价跌去了一半，而同期的市场收益率却高达 12%。其次，随着规模的不断扩展，巴菲特的脚步也在逐渐放缓。在过去的 4 年时间里，他每年获得的收益率也比市场平均收益率水平高不到 4%。最后，严格说来，巴菲特并不算是一个投资管理者：他是企业经营管理者。他并不是被动地持有这些公司的股票，而是积极地参与到这些公司的经营管理活动中。很多公司都非常愿意将公司控股权卖给巴菲特，公司高层们希望每周都能有几个小时与巴菲特共处一间办公室。

尽管彼得·林奇的成绩也非常不错，但是他没有巴菲特名气那么大。此外，尽管他个人的奋斗历史很模范，但是公众知道的并不是很多。对于入门者来说，林奇公开的投资生涯要比巴菲特短许多。虽然从 1965 年开始他就在富达基金工作，但直到 1977 年他才进入麦哲伦基金（Magellan Fund）工作。即使在那个时候，麦哲伦基金也不对公众开放。在 1981 年中期之前，麦哲伦基金实际上是富达基金创始人约翰的家族私人投资工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 1981 年中期到 1990 年中期，麦哲伦基金的年收益率高达 22.5%，而同期的标准普尔 500 指数的收益率仅为 16.53%。毫无疑问，这个成绩是非常不错的，但是与巴菲特的成绩相比，还是要差一些。事实上，这并没有什么不寻常的。在我写作的过程中，有超过 12 只国内共同基金的收益率，在过去的 10 年时间里战胜了标准普尔 500 指数 6 个百分点以上，这也正是林奇的盈利水平。

考虑到林奇的表现和富达基金的市场力量，两者结合带来的现金流规模前所未有。最开始的时候麦哲伦基金规模不超过 1 亿美元，而在林奇掌控的 9 年时间里，它的资产规模扩张到 160 亿美元以上。林奇的名字和长相家喻户晓，即使是在今天，在林奇退休 10 多年后，他那满头白发的消瘦脸庞仍然是金融领域最有名的标志。

随着麦哲伦基金规模的快速增长以及名气的不断扩大，出现盛极而衰也是不可避免的事情。由于受到一系列事情的影响，林奇离开了美国一段时间，在此期间正好爆发了 1987 年股灾。那一年，他的业绩表现要低于市场约 5 个百分点。一方面他受到了公众的批评质疑，另一方面他强烈想再次证明自己仍然能够创造奇迹，他全身心投入工作，并在 1988—1989 年取得了完美的胜利。随着基金资产规模越来越庞大，他不得不做两手准备。

第一，他必须重点关注那些不断壮大的公司。麦哲伦基金最开始投资的都是中小规模的公司：诸如拉昆塔公司（La Quinta）和康格里默公司（Congoleum）。但是，到了他任职的后期，他开始购买房地美公司和福特公司的股票。如果说真的有什么选股技巧的话，那么，最赚钱的方法就是选择那些不大被分析师们关注的小公司。资产规模的扩大，使他不得不投资许多被股票分析师广泛推荐的大公司，林奇发现他的选股能力大大降低了。

第二，他不得不购买更多公司股票的原因，是避免冲击成本的影响。在他任职末期，麦哲伦基金持有的公司数量超过了 1 700 家。这些原因结合在一起，使得林奇的业绩水平与标准普尔 500 指数相比差了许多。图 3—5 将他与标准普尔指数之间的差距生动地展示出来了。在工作的最后 4 年时间里，他的业绩仅仅比标准普尔指数高出 2 个百分点。在精疲力竭的情况下，林奇于 1990 年选择了退出市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

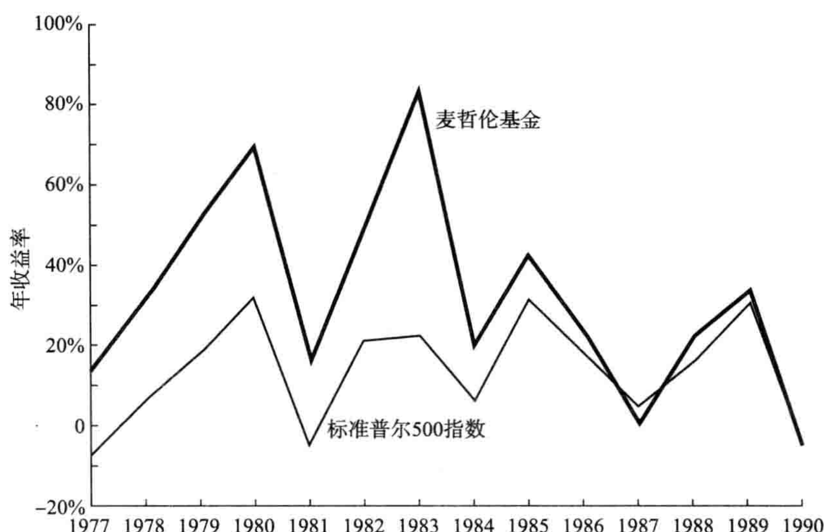


图 3—5　林奇所掌控的时期麦哲伦基金与标准普尔 500 指数的对比

现在，当我们详细了解了巴菲特和林奇的成功经历后，再回过头看看我们能够从中学到些什么。

- 林奇和巴菲特的确投资水平高超，技能卓越。不过，仅凭他们两个人的例子并不能反驳有效市场理论。大量的研究资料表明，在过去的几十年时间里，几万名基金经理都曾努力地工作过，然而，只有两位表现出无可争议的高水平：在专业的资产管理方面很少被质疑。
- 我们现在对巴菲特和林奇的分析都是事后进行的。要想事先就在众多的基金经理中找出技艺高超的他们几乎不可能（需要重点指出的是，在麦哲伦基金向公众开放前，富达基金公司曾经把两个并不成功的“孵化基金”归并到麦哲伦基金中）。还有上百个类似蔡志勇和桑伯恩那样的基金经理：曾经很辉煌，并且因为最初的成功吸引了大量的资金，但随着资产规模的不断扩大，他们的表现反而越来越差劲。
- 就算是彼得·林奇，也不可能永远保持不败的业绩。1983 年左右，他的才能开始为外界所知晓，不过，这种个人突出能力带来的成功只持续了 7 年多，在达到巅峰状态后，他选择了急流勇退。对于投资大众来说，很难准确地判断彼得·林奇表现最好的投资选择并进行模仿，在最后 4 年时间里，林奇用尽一切努力降低交易成本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也只维持了比市场收益率略高的微弱优势。

真正的坏消息

共同基金经理的业绩不具有持续性，而且其选股能力几乎为零，这消息已经足够坏了。当然，事实情况也难免如此。毕竟，市场就是由他们构成的，不可能他们每个人的表现都超过市场的平均水平吧？

共同基金选股的过程不管怎么有组织，其结果从本质上看都是随机的。真正的坏消息是共同基金的费用不便宜。即使你选择的是免佣金的基金，实际上你承担的成本还是很高的。哪怕是那些被告知得很详细的基金投资者，通常情况下还是不清楚他们真正支付的成本到底是多少。

很多投资者认为，罗列在公司章程或者公布在年报上的基金的费用比例（expense ratio，简称 ER）是持有基金的真实成本。错！投资者真正的成本要远远高于披露出来的费用，公告的费用仅仅包括了基金的咨询费（这也是黑猩猩应该收取的费用）和行政管理费。第一层需要额外支付的费用是基于交易的佣金。这些是不包括在费用比例范围内的。不过，从 1996 年开始，美国证券交易委员会要求公司将这些费用告知基金持有人。然而，公司都是以非常隐晦的方式将这些费用公布在年报中的，除非你有非常坚实的会计基础，否则，你不可能计算出自己真正承担的成本占基金资产的比例是多少。

第二层额外的费用是股票买入和卖出之间的“差价”。一只股票经常是以稍高于卖出价格的水平成交的，这是为了给“做市商”提供一定的利润（大多数金融市场都要求有一个做市商：它将买方和卖方集中在一起，手中聚集一定的筹码时刻准备出售，以平息市场波动，确保市场稳定。买卖报价之间的价差就是为了让做市商提供这方面的重要服务）。对于大公司而言，价差水平保持在 0.4%，对于其他公司而言，随着公司规模的递减，价差水平会递增。对那些规模最小的公司来说，价差甚至达到了 10%。对国外股票来说，价差水平一般都在 1%~4% 之间。

最后一层额外的费用是市场冲击成本，在前面我们已经探讨过什么是市场冲击成本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也是最难估算的成本。冲击成本对购买单个公司股票的中小投资者来说不构成问题，但对投资基金而言却是一个让人很头疼的难题。很明显，冲击成本的大小取决于共同基金的规模、发行股票公司的规模和交易总额。初步估算，这一水平与价差基本相当。

4 个层次的共同基金成本：

- 费用比例；
- 佣金；
- 买卖价差；
- 市场冲击成本。

总结起来，对不同规模的基金，这 4 个层次的费用水平也存在一定的差别：大规模的基金费用水平最低，小规模和外国的基金费用水平处于中间阶段，新兴市场的基金费用水平最高。相关数据请见表 3—2。

表 3—2　积极管理型共同基金费用层次

	积极管理型基金费用（%）		
	大规模	小规模 / 外国	新兴市场
费用比例	1.30	1.60	2.00
佣金	0.30	0.50	1.00
买卖价差	0.30	1.00	3.00
冲击成本	0.30	1.00	3.00
总成本	2.20	4.10	9.00

20 世纪股票投资的名义年收益率是 9.89%，根据股息贴现模型，未来投资者收到的真实收益率将会更少。很明显，这肯定不是作为共同基金投资者的你，所能获得的收益率。你还必须在这个本来就不高的收益率中，减去你投资基金所承担的所有费用。

现在规模的问题变得越来越清晰了。表 3—2 最后一行表明了持有积极管理型基金的真实成本。公正地说，这有点夸大，用在研究和分析上的费用并不能都归结为损失。正如我们看到的那样，这些研究确实能够带来收益，只不过带来的收益水平要低于所耗费的成本。第一层次的费用比例中有多少是花在研究上呢？如果幸运的话，差不多一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

半吧。因此，即使我们很慷慨地用股票历史收益率的 9.89% 作为参考，在积极管理型的基金中，大规模基金、小规模 / 外国基金和新兴市场基金的研究成本分别是 1.5%、3.3% 和 8%，各自的收益率分别为 8.4%、6.6% 和 1.9%。这一结果并不是很诱人。

由于最近几年收益率都很高，共同基金的高成本在很多领域都被忽视了，这比较有利于共同基金的发展。唯一例外的是在新兴市场国家，由于资产收益率较低，成本费用较高，很多投资者选择放弃共同基金。

比尔 · 福斯的伟大想法

到了 20 世纪 70 年代，职业投资者再也不能对专家型货币基金经理的大量失败案例坐视不管了。货币管理公司基于牛人理论（Great Man）意识到这一点：找出一个能够精确选股的牛人，然后雇佣他。如果发现这个牛人不行，那就解雇他，接着寻找下一个牛人。不过很明显，这一想法行不通：因为不存在这样的牛人，只有偶尔幸运的大猩猩。

如果说你的整个职业生涯都是一个谎言（你所有辛苦工作都是没有任何价值的），没有什么比这样的挑战更能够考验人性了。所有的基金经理都害怕这一结果，都处于对这一现实抵触最强烈的阶段。在本章的最后部分，我们将会测试他们积极管理的合理性。

他们中的部分人：思想深邃而且天赋极佳的观察家，诸如彼得 · 伯恩斯坦（Peter Bernstein）、本杰明 · 格雷厄姆，詹姆斯 · 维京（James Vertin）和查尔斯 · 埃利斯（Charles Ellis），都非常痛苦地重新审视过自己的信念，并且调整了他们的实际操作。我们将他们观察到的“单调景色”总结如下。

- 货币基金经理们获得的毛收益率与市场的总收益率水平相当，因为他们是市场的组成部分。
- 投资者的平均净收益率是市场收益率减去积极选股的管理费用。由于积极管理的费用平均在 1%~2%，所以通常情况下，投资者获得的收益率要比市场收益率低 1~2 个百分点。
- 看上去很少有基金经理有能力连续战胜市场。考虑到 1%~2% 的必要成本费用，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎没有基金经理能够连续战胜市场。

20 世纪 60 年代末期一位名叫威廉姆斯·福斯（William Fouse）的年轻人就这一现况开展了一项专业的调查。受投资组合评价新技术的鼓舞，他开始对就职于梅隆银行（Mellon Bank）的同事们的表现进行评估。他被结果震惊了：所有的基金经理都不能达到战胜市场的水平。今天，就一美元而言，你可以从《华尔街日报》的上几千家共同基金中任意选取一家，将其业绩表现与标准普尔 500 指数进行比较。然而，需要我们记住的是，在 30 多年以前，投资者和客户从来没有想过要将基金经理的业绩与指数进行比较，甚至在很多情况下，没有想过要问问他们的表现到底如何。可悲的是，大多数客户和经纪人到现在仍然没有计算一下自己的收益率，并将其与参照指标进行比较。

不过，对福斯而言，解决之道却显而易见。建立一个基金，购买标准普尔 500 指数里面的所有股票。这样做的成本会很小，而且能够保证产生的收益率与市场收益率非常接近。他的这一想法犹如在平静的湖面上扔下一块石头，带来的影响非常之大。不久，福斯在富国银行找到了新差事，富国银行为这一现代金融思想提供了发展的新环境。

在 1971 年，信托部门的保守派头头詹姆斯·维京极不情愿地同意了这一想法，富国银行建立了第一只指数基金。与最初只考虑购买标准普尔 500 指数中的股票想法不同，他们最终决定将所有的钱平均购买纽约股票交易所的 1 500 只股票。由于各个公司股票的价格变动差别很大，他们不得不时刻进行买进或卖出的活动，以确保所有的股票所占的比重一样。这导致了成本费用的不断高涨，以至与积极管理型基金相当。直到 1973 年，福斯最初的想法：根据标准普尔 500 指数的各股票市场价值在总市值中所占比重（这样的话就不需要再调整），构建一个指数型基金的想法才被采纳。

现在，我们有必要界定一下什么是“指数基金”。通常情况下，指数基金指的是参照某指数，根据构成指数的全部股票，或者接近全部股票来构建基金，不去刻意挑选那些表现突出的股票。再通俗一点，它指的是持有符合某些严格标准的所有股票的基金，通常情况下，这些标准跟市场规模或者成长型 / 价值型特征相关，比如市净率。今天，几乎所有的指数型基金都是“规模加权型”基金。这意味着如果某只股票的市值翻倍或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者缩减为一半，那么其在指数中的比重也会翻倍或者缩减一半，因此，也就没有必要买入或卖出其他股票进行权衡调整。这样的话，只要股票始终保持在指数成分中，就没有必要因为市值的改变而做出买卖的调整。

富国指数基金最开始的时候并不对普通大众发售，不过，情况很快发生了变化。1976 年 9 月，约翰·博格的先锋集团第一次向公众发售了标准普尔 500 指数基金。在一开始，先锋基金并没有取得令人欢欣的巨大成功。两年后，它仅仅募集资金 1 400 万美元。事实上，它都没有达到基金行业的 10 亿美元标准门槛。不过，由于指数型基金对中小投资者特别具有吸引力，优势明显，它发行成功了。在过去的几年时间里，它在资产规模方面与彼得·林奇掌管的麦哲伦基金并驾齐驱，位于行业前列。

老实说，先锋 500 指数基金有点过时了。在这些主要的股票指数基金里，标准普尔 500 指数基金最近几年表现最好。该基金新募集的很多资产都是“热钱”，来自那些仅仅追逐基金业绩表现的天真投资者们。

导致这一局面的另外一个方面的原因是邓恩定律（Dunn's Law），它对指数基金的影响比较大。邓恩定律表明当指数走势不错时（也就是，指数比其他资产类别表现要好），指数化基金的收益率比积极管理型基金的收益率要高。例如，1994—1998 年，先锋 500 指数基金在同组别基金中，也就是在大盘混合型基金中表现都处于前列。然而在 2000 年，它跌落到同组别基金的后半区间内。这主要是因为标准普尔 500 指数与其他指数相比，在 1994—1998 年间表现突出，而 2000 年时在所有指数中表现得最差劲。

指数化表现到底如何呢？正确的评价方法是将其与类似产品进行比较，也就是，将快速增长指数化基金与所有快速增长的基金进行比较。晨星公司是世界上最早对共同基金进行评级的公司，提供了很多非常有用的评价工具。我用它们的评价软件对先锋指数基金（Vanguard index fund）或标准普尔 / 巴哈指数基金（S&P/Barra）2001 年 3 月 31 日前的 5 年时间里的业绩表现进行排序。排名是按照百分位系统进行的，排名第 1 表示最好，排名第 100 表示最差（见表 3—3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—3　　指数化基金与快速增长基金的排序

指数基金 / 指数	排名
先锋大盘成长型基金	28
先锋 500 指数型基金（大盘混合型）	20
先锋大盘价值型基金	34
巴哈中盘成长型指数基金	8
标准普尔 400 中盘指数基金（中盘蓝筹）	23
巴哈中盘价值型指数基金	24
先锋小盘成长型基金	73
标准普尔 600 小盘指数基金（小盘混合型）	63
先锋小盘价值型基金	30

因此，在以上 9 大类别中，7 大指数化产品产生的收益率高于市场平均水平，前 4 大产品的排名都位于前 25%。

首先，晨星公司数据库存在生存者偏差问题：它每一组数据并不包括已经消失的基金。如果把这些基金的数据都包括进来，对指数型基金业绩表现的评价会更加公正。其次，随着时间跨度的不断延伸，指数型基金的相对表现会越来越好。用《华尔街日报》的乔纳森·克莱门茨的话说就是："业绩会时好时坏，然而费用却永远存在。"

我们的数据主要包括 4 大类型：大盘成长型、大盘混合型、大盘价值型和小盘混合型，这些类型基金的数据可以一直追随到前 15 年（截至 2001 年 3 月 31 日）。这 4 大类型的指数和指数化基金的百分位排名分别是第 24 位、第 20 位、第 17 位和第 23 位。

很明显，避免成本高昂的大猩猩式投资的最好方式，就是将你的成本降低至最低水平，通过购买指数型基金的方式享受整个市场的平均收益。

税收

如果我列举的指数化例子对你来说还不够有说服力，那么，考虑一下税收的影响吧。尽管我们中的很多人在退休账户中都持有基金，但税收的分配却是另外一回事，绝大多数投资者持有的基金都是要纳税的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管持有积极管理型基金从总体上来讲并不是一个好主意，但在应税账户中持有它们则是更恐怖的主意，原因主要有两点。首先，由于换手率比较高，积极管理型基金有着更高的资本利得税负，因为它要承担联邦和州两个层面的税收。一般情况下，积极管理型基金每年因资本利得承担的税负，占其资产的比重高达好几个百分点。如果换手率非常高，这部分税收征收的时间间隔会缩短，税率也因此比平时更高：这会影响基金每年业绩表现 1~4 个百分点。很多指数型基金都不向投资者分配资本利得，而将其保留在基金股份中，直到投资者卖出基金股份。

其次，投资者之所以选择积极管理型基金，很大一部分原因是这些基金的卓越业绩表现。然而，正如我们所说的那样，超越市场的业绩其实是不存在的。因此，很多中小投资者的积极管理型基金的持有期限都比较短，每隔几年就会换产品，这样做的目的，是追求每只基金表现最好的那些时段，从而获得更高的收益率。而真实的情况却是，这种做法带来了很多不必要的资本利得收益，和由此产生的税收负担。**对于应税投资者来说，指数化意味着从不缴税，而且不用承担表现差劲的投资经理带来的投资结果。**

为什么我不能自己购买并持有股票呢

你们中的有些人可能会问，“如果市场是有效的，为什么我不能自己购买并持有股票呢？那样的话，我一直持有它们，就不会面临资本利得难题了。我自己购买的指数化基金在调整基金股票构成时，必然产生资本利得，并且需要自己承担相应的税收成本。因为我从来都不交易，所以我的成本费用肯定要比指数化基金的成本费用更低。”

事实上，直到最近，指数化基金的股票构成周期性调整换手，才面临税收方面的难题。一个最典型的例子是先锋小盘指数化基金，最近几年该基金将其价值的 10% 以资本利得的名义分配给投资者，从而给投资者带来了大量的税收负担。幸运的是，现在针对应税账户推出了“税收效率”指数化基金，这种基金能够有效地避免资本利得应纳税收。在 1999 年，先锋集团创立了税收管理小盘指数化基金，该基金在资本利得和股息分配方面实现了税收的最小化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，还有更重要的原因让你不愿意尝试自己构建股票投资组合，那就是错误购买股票带来的风险。你可能听说过，你至少需要购买 15 只股票才能实现投资的充分分散化。就降低短期波动性而言，这是正确的。然而，你的投资组合面临的最大危险并不是短期波动性——你面临的最大危险是你的投资组合产生的收益率可能会非常低。

换句话说，可能你购买的 15 只股票波动性都非常低，但是，它们产生的收益率也可能非常低。为了更好地解释持有股票数量不足带来的风险，加州投资组合管理顾问公司（PPCA Inc.，一家投资软件供应商）的董事长兼首席执行官罗纳德·苏兹（Ronald Surz）先生非常热心地为我提供了多种随机股票投资组合带来的收益率数据，我将这些数据都画在图 3—6 中。苏兹先生考察了 15 只、30 只和 60 只股票的 1 000 种随机投资组合，你可以看到这些投资组合的最终财富与市场之间的关系。例如，图 3—6 最左边的那些柱形图展示的，就是 15 只股票构成的投资组合与市场收益率之间的对比关系。

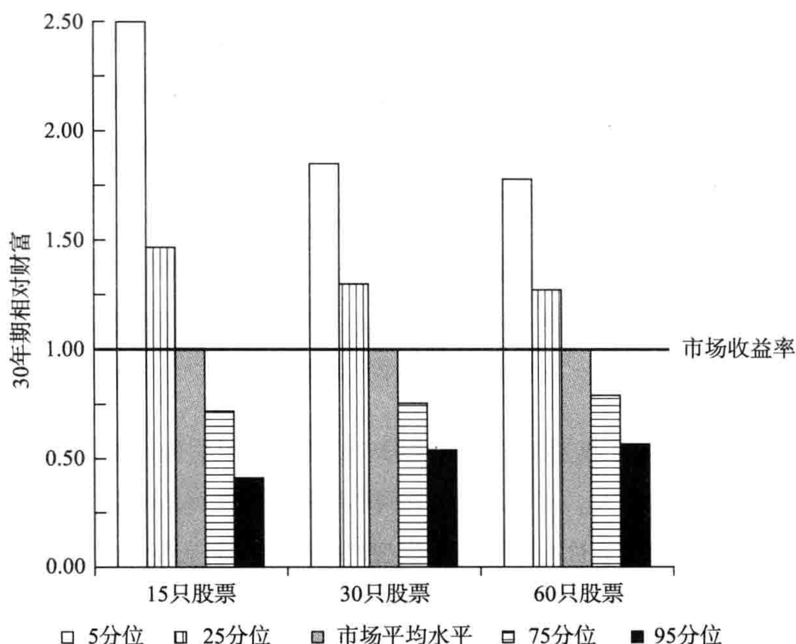


图 3—6　30 年期非分散化投资组合财富与标准普尔 500 指数比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图中间的灰色柱子和通过它的水平线代表的是市场收益率的中间水平（市场收益率的中位数）。根据定义，与市场相比，经过 30 年时间，其收益率水平为 1 美元，也就是说它获得了市场的平均收益。最左边的柱子表示的是 5% 的最高收益率水平，它战胜了市场上 95% 的其他随机投资组合，是市场平均收益率的 2.5 倍。25% 那个柱子表示的是前 1/4 投资组合的业绩表现：超过市场最终财富的 50%，也就是比市场平均收益率高出 50 个百分点。

图 3—6 向我们展示了要多么幸运才可以战胜市场。60 只股票构建的投资组合与小型共同基金规模相当。纯粹从概率出发，我们注意到，与同期市场最终财富为 1 美元相比，只有 5% 的投资组合 30 年的最终财富达到 1.77 美元或者更多。这就意味着在 30 年的时间里，这些投资组合每年偶然战胜市场收益率的水平只有 2 个百分点多一点——这足以让任何投资经理在共同基金业界名声大噪（在任意的一年期时间里，有 95% 的投资组合偶然战胜市场收益率超过 10 个百分点）。

现在，回到最左边的 15 只股票构成的投资组合。如果你很不走运，投资组合表现落在最后的 25% 范围内（第四个柱子），那么，30 年后你当初的 1 美元仅剩 70 美分。如果你真的倒霉到投资组合表现落在最后的 5% 范围内（95 百分位图），你当初的 1 美元只剩下 40 美分了。

请注意增加股票数量（30 只股票的投资组合和 60 只股票的投资组合）是如何修正收益率的差距的：最幸运的选择没有原来那么好，最倒霉的选择也没有原来那么坏。如果你持有市场上所有的股票，就会获得市场平均收益率，而且不用承担任何风险。

图 3—6 向我们展示了投资组合分散化的中心悖论。很明显，投资组合越集中，你获得超额收益的机会就越大。不幸的是，它同样增加了你获得最差收益的风险。这一主题击中了我们投资的关键。你有两个可能实现的目标：一个是最大化实现富有的机会；另一个是让不能实现目标的概率最小化，或者，更直白点，就是要让自己变穷的概率尽可能低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于所有的投资者来说，意识到这两个目标之间互相排斥，是非常重要的。例如，假设你现在有 1 000 美元的本金，你希望在一年之内将它变成 100 万美元。你能实现这一目标的唯一合法方式就是去买 1 000 美元的彩票。当然，你很有可能什么都得不到，1 000 美元就这样打了水漂。更现实一点，我们假设你将会在十年后退休，在这段时间内你希望年收益率保持在 30% 的水平。实现这一目标还是完全有可能的：根据晨星公司数据库资料显示，2 615 只股票中有 113 只股票在 10 年时间里年收益率超过了 30%。当然，2 615 只股票中同样也有 496 只股票的收益率是负的，这还不包括由于破产而没有被统计进来的股票。事实上，只有 885 只股票的收益率高于标准普尔 500 指数的收益率。

换句话说，通过将你的投资组合集中到少数股票上，可以将让你变得富有的机会最大化。不幸的是，这同样也会把让你变得贫穷的机会最大化。购买覆盖整个市场的产品，即指数化产品可以降低发生这两种可能的机会，确保你获得市场的平均收益。

最近，一种新的金融创新产品，“股票册”（stock folios）被吹捧为可以让中小投资者持有 30~150 只便宜又免税的股票的投资产品。正如你所见，这些金融创新产品其实都不能为投资者提供真正意义上的充分分散化投资。

重新审视图 3—6 我们会发现，市场收益率绝不是确定的：不管是我，还是任何其他人都不可能真正知道市场收益率到底是多少。如果不能合理分散化投资，就等同于收益率是不确定的。只有傻子才会冒着额外风险去这么干，因为不能分散化会导致自己的财产受到更多的损失。避免这一难题的方法很简单：购买运行良好的指数化基金产品，就相当于获得了整个市场的平均收益。

为什么指数化“不起作用”

到目前为止，投资领域的大多数工作都是不能产生收益的，这一点无疑让人感到很伤心。在面对庞大的数据库时，经纪人需要巨大的勇气去接受这一现实，那就是他们其实是在伤害自己的客户，或者说他们的职业生涯其实是毫无意义的。遗憾的是，投资行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业并不以自我反省和自我批评而著名。

找出各种理由和借口，劝说经纪人不应该选择指数化产品，而应该继续采取积极管理的策略，其实是一件非常容易的事情。经纪人经常会听到下面的这些言论。

- “去年指数化产品的表现非常差。”在很多年份，指数化产品（这里通常指的是标准普尔 500 指数）的业绩表现，经常会比积极管理型基金的业绩要差。例如，在 1977 年、1978 年和 1979 年，先锋集团的标准普尔 500 指数基金业绩在所有基金产品中的排名分别是第 85 位、第 75 位和第 72 位。原因就在于邓恩规律：在这 3 年里，小盘股的表现要比大盘股的表现强许多。由于标准普尔 500 指数所选取的股票都是大盘股，所以不可能享受小盘股超常表现带来的收益，积极管理型基金则可以充分享受小盘股带来的高收益。

  事实上，在任何既定的年份，你都可以通过比较小盘股和大盘股的业绩表现，大致预测出标准普尔 500 指数基金在所有基金产品中的排名情况：当大盘股表现不错时，基金排名就会靠前，而当小盘股表现不错时，基金排名就会靠后。更为重要的一点是，通常每年 1%~2% 的“指数优势”其实很微弱，在任何既定的年份，大量积极管理型基金都很容易战胜市场平均水平。记住克莱门茨的名言：“业绩会时好时坏，然而，费用却永远存在。”随着时间跨度不断拉长，在考虑支出的成本费用的基础上，积极管理型的基金经理战胜指数化基金产品收益率的概率慢慢就会消失。
- “指数化产品在大盘股市场表现还不错，不过，在小盘股市场，积极管理型基金的表现更好。”这是邓恩规律另一个方面的表现。事实的确如此：小盘股指数化基金产品在过去的 10 年时间里的表现并不是很好，这是由小盘股股票表现不好导致的。
- 维度基金顾问公司（Dimensional Fund Advisor）有着存续时间最长的小盘股指数化基金：在过去 15 年里，它在所有存续的小盘股基金中排名第 23 位。当小盘股在市场上表现不错时，小盘股指数化基金产品表现也很好。例如，在 1992—1994 年间，在这一基金在晨星公司小盘股基金类别中排名第 13 位，而在 2001 年 8 月前 3 年的时间里，它的排名下降到第 29 位。如果考虑到存活者偏差，它的排名还会进一步往前移。即使积极管理型基金经理能够成功地挑选到这些小盘股，该领域的交易成本还是要比大盘股市场的交易成本高出许多，成功选择股票带来的收益在很大程度上被小盘股的交易成本所抵消。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- "当市场处于下跌趋势时，积极管理型基金要比指数化基金强很多。"这是赤裸裸的谎言。例如，理柏公司（Lipper Inc.）的数据显示，从 1973 年 1 月到 1974 年 9 月，美国股票型基金平均下跌了 47.9%，而同期标准普尔 500 指数下跌了 42.6%。1987 年 9 月到 11 月，股票型基金下跌了 28.7%，稍微低于标准普尔 500 指数 29.5% 的下跌幅度。考虑到这样的一个事实，情况会变动得更有意思，那就是：大多数积极管理型基金会保留 5%~10% 左右的现金，而指数化基金则从不保留现金。
- "当出现市场恐慌时，指数化基金迫使你实现资本利得。"这一争论显得很微妙：当市场处于恐慌时，所有的投资者都会卖掉基金收回现金，迫使基金赎回基金份额，这样就会让那些继续持有的基金投资者，获得并不希望出现的资本利得。很多指数化基金的投资者与积极管理型基金的投资者一样，都简单地追求基金的业绩表现，这导致基金买入的价格通常都比较高。随着价格下降，卖出这些份额通常都会遭受损失。

  大家关注这个问题，是因为先锋标准普尔 500 指数基金的表现。由于该基金存续期和规模表现都很突出，在 25 年前购买该基金份额所花的钱与其今天的价值相比简直是九牛一毛。在"9·11"事件发生后，基金持有者并没有因为恐慌而大肆赎回，因此，基金的净份额并没有显著减少。到 9 月底时，体现在资本利得方面的损失不超过 10%。任何价格的进一步下跌，即使是恐慌性地抛售基金，都能彻底地解决这一难题。当前，没有其他的先锋股票型指数基金存在明显的剩余资本利得风险。跟随威尔希尔 5 000 指数（Wilshire 5000）的先锋全股票市场基金（Total Stock Market Fund），还有着显著的资本利得收益。
- "指数型基金让你变成了平凡之辈。"绝对不是这样：实际上它确保经纪人获得优异的业绩。以 10 年期为标准，大多数的基金经理的业绩与指数化收益相比都要差。基金经理们和比尔·苏西斯（Bill Schultheis）将积极型与指数型基金选择比喻成猜测游戏，在这个游戏当中有 10 个盒子，每个盒子代表一定的金额（见表 3—4）。

表 3—4 **"猜测游戏"盒子** 单位：美元

1 000	2 000	3 000	4 000	5 000
6 000	7 000	8 000	9 000	10 000

你可以任意选择一个盒子，也可以选择有保证的 8 000 美元。的确，你有可能战胜市场，但是，正如我们前面所讲的那样，由于存在各种费用，积极管理型基金的业绩表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现比随意掷飞镖的大猩猩表现都差，你越想获得成功，遭受的失败就会越大。

针对指数化战略的另外一个合理性批评是：你永远不会获得额外的收益，永远不会一夜暴富。正如我们前面所讨论的那样，不成功的分散化策略的确会让你获得超额收益的机会最大化。不幸的是，这些策略同样让你身无分文的概率最大化。你一不小心中了大奖并不会影响其他的投资者。不过，那是你自己的选择，没有人能够为你做这个决定。

市场的力量非常强大，不是轻易就能够战胜的。投资顾问欧比旺·肯诺比（Obi-Wan Kenobi）曾经这样告诉他的客户："利用市场的力量，让你的投资跟随指数变化。"

THE FOUR PILLARS OF
投资金律
INVESTING

1. 几乎没有证据表明专业的基金经理有很好的选股能力。年复一年，基金经理们的业绩表现很大程度上都是随机的。
2. 没有任何证据表明人可以准确地预测市场的走势。
3. 基金经理们的平均毛收益率（不考虑成本费用）就是市场收益率。
4. 基金经理们的预期净收益率（扣除成本费用后）就是市场收益率减去成本费用后的收益率。
5. 获得比较满意收益率的最值得信赖的方法就是指数化（跟随整个市场走势变化）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

04 完美的投资组合

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

让我们总结一下前面 3 章学到的经验教训。

- 风险和收益是紧密纠缠在一起的两个变量。如果你希望得到高收益，就不得不购买高风险资产，也就是股票。
- 你不可能战胜市场。不过，也不要感到难过，因为没有人能够做到这一点。
- 同样的，没有人（包括你以及任何其他人）能够准确地判断市场走势。就像凯恩斯说的那样，周期性承担损失而没有任何怨言，这是投资者的义务所在。
- 持有少量的股票是非常危险的事情。因为你承担了很多风险，但是却得不到相应的补偿。

聪明投资者所承担的股票风险，应该是整个市场的风险。到目前为止，我们还没有讨论你应该将多少资产用于股票市场投资，或者更进一步，我们应该从市场那里谋求多高的收益率。

“资产配置”的两大核心问题分别是：投资到股票上的资产在你的资产总额中应该占多大比重，以及你应该如何将这些资产在不同类别的股票中进行分配。在 20 世纪 80 年代，著名的投资者加里·布林森（Gray Brinson）和他的同事们发表了一系列文章，说明超过 90% 的投资收益波动缘于资产配置，不足 10% 的波动缘于选股和选时。

从那以后，这一系列文章得到了实务界和理论界的不断证实。然而，这一结论完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忽视了另外一个关键问题：它并没有提到投资者获得的收益率中，有多少是缘于正确的选股或者选时——任何一个正常的投资者都不会否认这是决定你收益率高低的关键因素。只是你无法控制选股和选时的结果：资产配置是你唯一能够施加正面影响的因素。**换句话说，由于你不能准确地判断市场走势或者选择正确的股票，资产配置便成为你投资策略中的重要组成部分，因为这是你唯一能够掌控的、影响你投资风险和收益的因素。**

清楚地知道哪些我们能够做到，哪些我们不能够做到，这是非常重要的。为了搞清楚各种不同投资组合的业绩表现，我们必须研究历史数据。获得不同类别股票的月收益率或年收益率还是比较容易的，将这些数据导入到 EXCEL 表格中，或者通过“最优均值 - 方差”（MVO）模型，很容易计算出这些资产的最优组合配置。然而，我们不能根据历史的数据来做决策，它对我们未来股票投资组合的构建几乎没有作用。如果有人告诉你，他知道未来的最优资产配置是什么样的，你相信并对投资配置做出了调整，你会发现这种做法会让你如同掉进了地狱那样悲惨。

我还是举一个具体的例子来说明吧。在 1970—1989 年的 20 年时间里，表现最好的股票是日本股票、美国小盘股和贵金属（金）股票。在这个时间段的期末，MVO 开始按照它们的运算方式作投资规划。如果将历史数据输入系统，那么输出的结果仍然会是日本股票、美国小盘股和贵金属股票，估计你也能够想象得到是这样的结果。然而，在接下来的 10 年时间里，这些股票都是表现最差劲的股票。事实上，根据股票过去的历史表现来构建股票投资组合通常都是一场灾难。

有没有可能准确地预测出未来表现优异的股票是哪些呢？当然不能！为了实现这一目标，你必须有能力以非常高的准确度预测出各种不同类别资产的表现情况。这与我们前面说过的准确预测市场走势是一个道理，我们都知道，这是不可能的事情。如果真的有可能的话，你也根本不需要什么 MVO 或者相关的工具。你只需要大胆购买那些表现突出的股票就行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合的重大事件

管理好你所有的金融资产：退休账户、应税账户、为孩子储蓄的上大学费用、应急基金等等，将这些当成一个投资组合，是非常重要的。例如，假设你持有标准普尔 500 指数基金。如果某一年份它的收益率是 10%，在接下来几年里，你会不会为"构成指数的一些股票市值会减少 80% 以上"这一问题感到困惑？当然不会！全球范围内分散化投资的组合表现跟它是相同的，只是你可以通过报纸和你的季度报表更清楚地了解这些股票的业绩表现。我将一些常见类别的股票收益率在 1998 年、1999 年和 2000 年的表现列在表 4—1 中。

表 4—1　　常见类别股票收益率　　单位：%

资产类别	1998	1999	2000
美国大盘股（标普 500）	28.58	21.04	−9.10
美国小盘股（CRSP9-10）	−7.30	27.97	−3.60
外国股票（EAFE）	20.00	29.96	−14.17
不动产信托（威尔希尔 REIT）	−17.00	−2.57	31.04

让我们先来看看 1998 年的情况。首先，这一年的充分分散化的投资组合表现确实不错。美国大盘股表现最好，不动产信托的亏损却很大。很多投资者对那一年的不动产信托感到很失望，并大肆卖出。不过，他们很快就会为此付出代价，因为在 2000 年，当所有股票收益率都非常差的时候，不动产信托却获得了超高收益。外国股票和美国大盘股虽然在前两年表现突出，业绩显著，不过在 2000 年，它们的亏损都很严重。

问题的关键，是不要过于在乎单个资产类别每一年业绩的相对表现：它们的表现通常需要好几年时间来观察，你需要认真考虑你整个投资组合的长期业绩表现，而不是每日的价格波动。如果你实在忍不住要关注你投资组合中单个资产类别的业绩表现，那么，将你的观察期限尽可能地延长。

通过培训和经验的积累，大多数投资者都能够从更长的时间跨度来观察这些普通资产的表现了（还有一种方式可以更好地利用这方面的优点，我们将会在本章随后的内容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中对此进行讨论）。不过，仍有很多投资者做不到这一点。如果你是这样的投资者：当你投资组合中的某一类资产的表现很差劲，而其他资产都表现得非常不错时，你仍然感到很难过，那么，你不应该自己管理这些资产。我敢向你保证，每年你都会碰上一两种表现很差劲的资产。在有些年份，比如 2000 年，大多数的资产的表现都非常糟糕。

如果你不能很好地处理资本市场上经常发生的，各种类别资产的波动带来的影响，那么，你还是找一位信誉不错的投资顾问来替你做投资决策吧。否则的话，你对正常市场波动的过度情绪反应，会严重干扰你自己做的投资决策。

我们对资产配置的讨论分为七大步骤。我们首先从七大步骤中最重要的配置问题入手：你准备让你的资本金承受多大的风险。

第一步：风险资产与无风险资产

从根本上来讲，只存在两种类别的金融资产：一种是高风险高收益资产，另一种是低风险低收益资产。你所构建的投资组合表现如何取决于这两类资产的配置。正如我们在第 1 章所讲到的那样，所有的股票都是风险资产，长期债券也是风险资产。真正意义上的无风险资产是短期、高信用质量的债务工具：国库券和中期票据，高信用等级的短期公司债券，大额可转让存单和短期市政债券。如果被认为是无风险资产，通常情况下，它们的到期期限不会超过 5 年时间，这会保证它们的价值不会过多地受到通货膨胀与利率的影响。最近也有人认为，由于通货膨胀保护证券（Treasury Inflation Protected Securities，简称 TIPS）不会受到通货膨胀的负面影响，尽管它们的期限很长，也应该被认为是无风险债券。

本章接下来要做的事情是构建一个“实验室”，在里面创立包括各种各样类别资产的投资组合，来观察这些投资组合会根据市场波动发生怎样的变化。如何计算这些投资组合的表现已经超出了本书的范围，对于那些对这部分内容感兴趣的读者，我建议你们翻阅一下我之前出版的一本书：《有效资产管理》（*The Intellgent Asset Allocator*）的前 5 章。可以肯定的是，这个“实验室”完全有能力准确地模拟包含各种资产的投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的历史表现。要记住的是，这不是对投资组合未来收益的预测。我们在第 1 章已经谈到过，历史收益率在预测未来风险方面做得比较成功，而在预测未来收益方面则不是那么成功。

让我们从最简单的投资组合开始：只包括股票和国库券。我在图 4—1 到 4—5 中将两种类别的资产按照 25/75、50/50 和 75/25 的构成比例产生的收益率全部画了出来。为了更好地了解每一个组合的风险，我在比较的时候在各种维度采用了相同的标准。

当我们增加股票的比重时，最差年份的损失会增加，这就是风险。在表 4—2 中，我将各种各样的股票债券组合产生的收益，与 1973—1974 年的熊市收益情况进行了对比。最后，在图 4—6 中，我将每种投资组合的长期收益与它们在 1973—1974 年的收益表现画了出来。

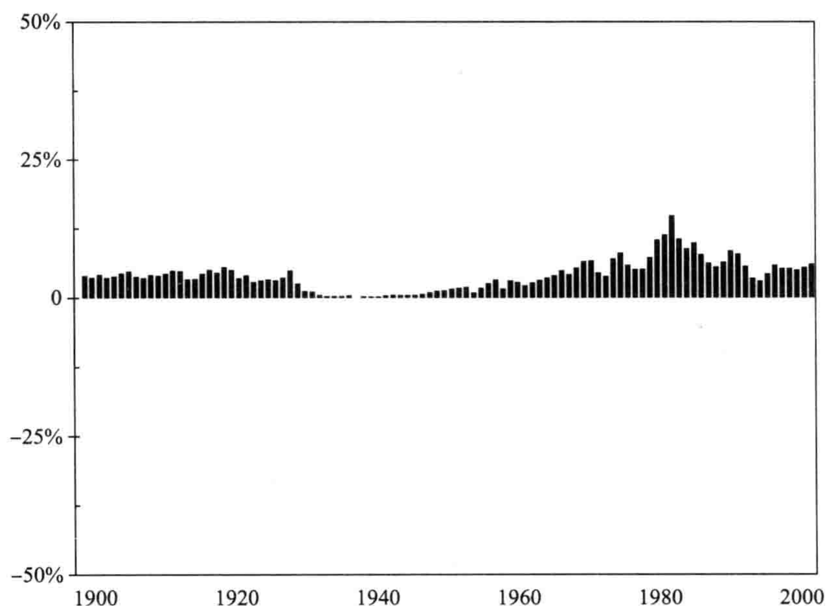


图 4—1　1901—2000 年国库券年收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

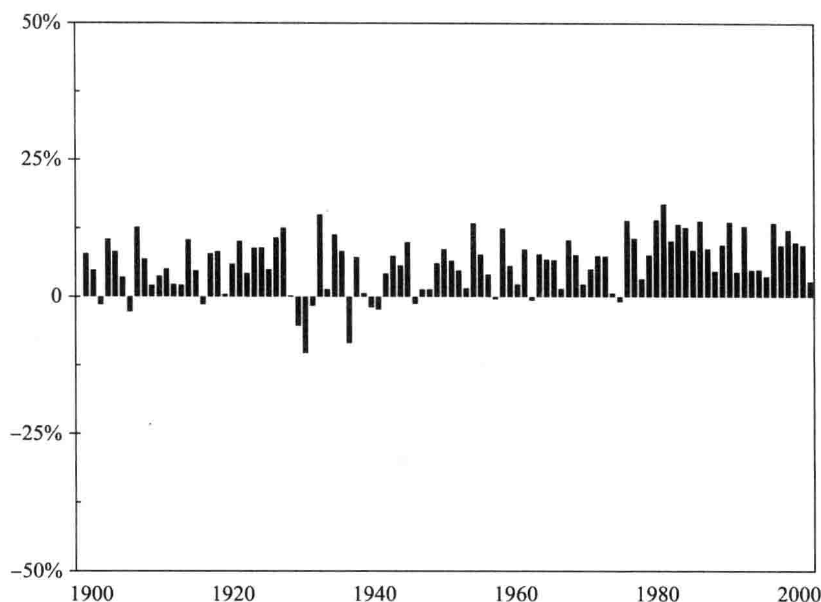


图 4—2　1901—2000 年 25% 的股票和 75% 的国库券构成的投资组合年收益率

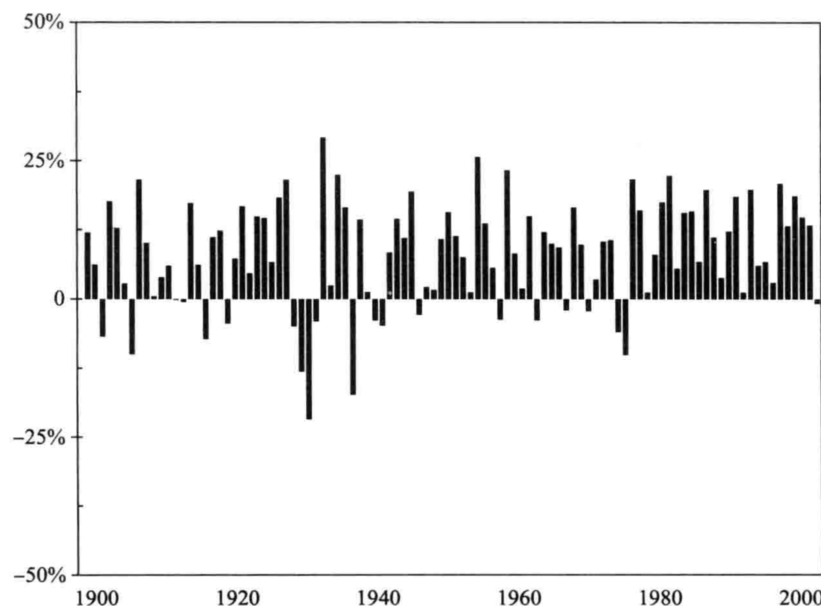


图 4—3　1901—2000 年 50% 的股票和 50% 的国库券构成的投资组合年收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

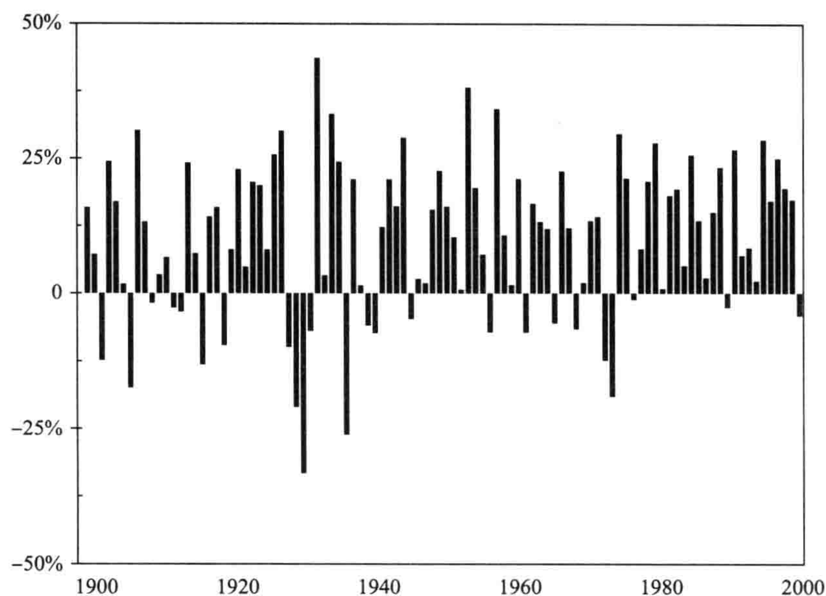


图 4—4　1901—2000 年 75% 的股票和 25% 的国库券构成的投资组合年收益率

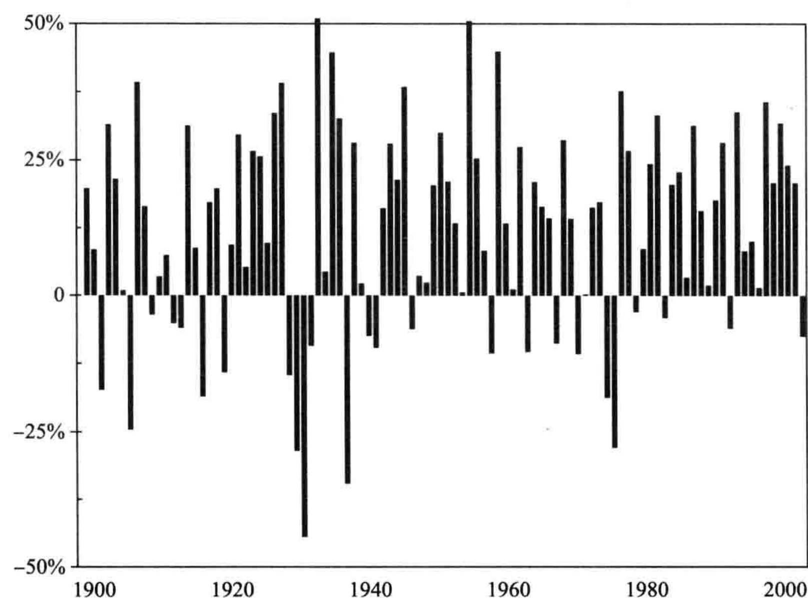


图 4—5　1901—2000 年股票年收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4—6 向我们展示了本章的核心内容，值得我们多花一些时间来解读它。你看到的是一张投资组合收益与风险的比较图，纵坐标代表的是投资组合的年收益率，刻度越高表示收益率水平越高，横坐标代表的是风险。投资组合在横坐标上越靠近左边，表示其在 1973—1974 年亏损的幅度越大，意味着未来面临的风险可能越高。

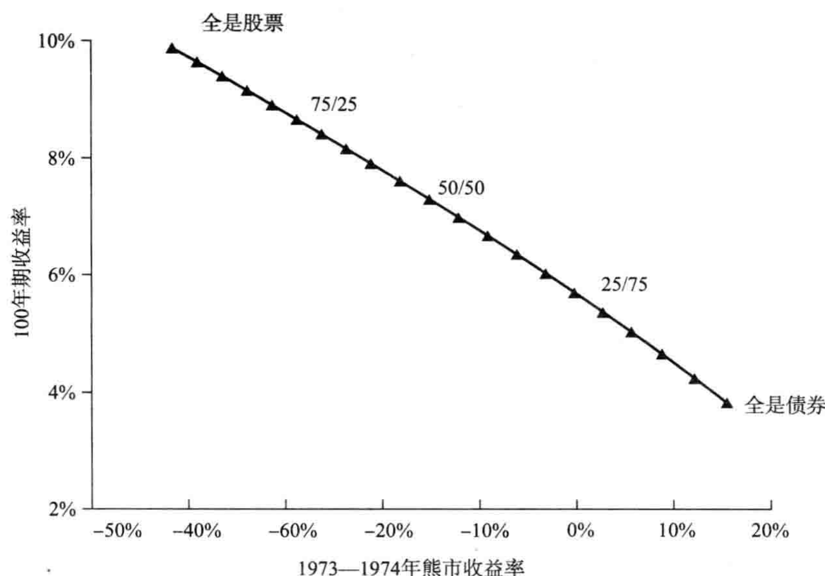


图 4—6　1901—2000 年投资组合风险与债券 / 股票不同组合的收益

我们有必要先对那些可能会带来混淆的术语做一个清晰的界定。到目前为止，我们经常用两个单词来描述固定收益证券：债券和票据，它们分别代表长期和短期的债务工具。债券和票据在其他方面也存在不同：债券通常都会有利息，而票据则没有，它们通常都是折价发行，然后按照面值回购。最常见的票据就是美国财政部发行的国库券和通常由公司发行的商业票据。

表 4—2　1901—2000 年间的年收益率与 1973—1974 年的熊市总收益率比较　单位：%

股票和国库券比重	1901—2000 年的年收益率	1973—1974 年的总收益率
100 / 0	9.89	−41.38
95 / 5	9.68	−38.98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

单位：%

股票和国库券比重	1901—2000 年的年收益率	1973—1974 年的总收益率
90 / 10	9.46	−36.52
85 / 15	9.23	−34.03
80 / 20	8.99	−31.48
75 / 25	8.74	−28.89
70 / 30	8.48	−26.25
65 / 35	8.21	−23.57
60 / 40	7.93	−20.84
55 / 45	7.64	−18.07
50 / 50	7.35	−15.25
45 / 55	7.04	−12.38
40 / 60	6.72	−9.47
35 / 65	6.40	−6.51
30 / 70	6.06	−3.51
25 / 75	5.72	−0.46
20 / 80	5.36	2.64
15 / 85	5.00	5.78
10 / 90	4.63	8.97
5 / 95	4.25	12.21
0 / 100	3.86	15.49

较长久期的债券通常是一场诱人的赌博：它们的波动性很大，对通货膨胀极其敏感，长期收益率水平比较低。正是因为这些原因，它们在投资组合中扮演着不好的角色。很多专家都建议投资组合中的债券期限不要太长：一般不要超过 10 年，最好不要超过 5 年。从现在开始，当我们讨论股票和债券的时候，我们所说的债券指的都是那些期限在 5~10 年的债务工具：国库券、商业票据、货币市场基金、大额可转让存单、短期公司债券、政府机构债券和市政债券。**在本书中，当我们提到债券时，都有意识**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地将长期国债和公司债券排除在外，因为这些债券风险和收益不成比例。我承认这的确有点容易让人感到困惑。其实，更准确的界定应该是“股票和期限相对比较短的固定收益工具”，只不过这种表述方法很少见。

表 4—2 中的数据和图 4—6 向我们生动地展示了风险和收益之间的取舍关系。其关键之处在于：股票和债券之间的选择并不是一个难题。相反，投资策略中至关重要的第一步，是评估一下你自己的风险承受能力到底有多少，这反过来会决定你在风险资产和无风险资产之间的配置会如何安排，也就是说，如何安排股票和短期债券与票据之间的比例分配。

很多投资者都从问题的另一端出发进行考虑：决定收益率的高低以满足他们的退休、养老、生活品质或者住房等目标。这是错误的。如果投资组合的风险超过了你能承担损失的范畴，当事情变得艰难时，你很有可能会放弃自己原来的计划。这并不是说你的收益率目标并不重要，例如，当你为自己的退休生活储蓄了一大笔钱，同时又不准备将巨额财产传给后人时，你只需要定一个较低的收益率目标，就完全可以满足你的财务要求。在这种情况下，即便你的风险承受能力很强，选择高风险 / 高收益的投资组合意义也不大。

还有另外一个重要因素需要我们考虑，那就是股票在未来的收益率可能会比历史收益率低很多，图 4—6 中的投资组合曲线就非常陡峭。换句话说，在 20 世纪，由于承担了额外的投资风险，投资的收益率还算不错。还有可能出现图 4—7 那样的情形，风险资产和无风险资产之间的收益差别很小，风险并没有得到额外的补偿。在这种情况下，我假定股票的收益率是 7%，而债券的收益率是 5.5%。在这样的市场环境里，构建全部由股票组成的高风险投资组合意义就不大。

计划和执行之间存在着巨大的差别，这一点怎么强调都不过分。在纸上或者电脑里很冷静地制定一份投资策略计划是一回事，而将这个计划付诸实施则完全是另外一回事。试想一下你的本金可能会亏损 30%，就好像你在模拟器里乘坐宇宙飞船着陆一样，当这些事情真的发生时，它给你带来的影响要比设想的情形痛苦许多倍。如果你为自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资事业做好了准备，宁可让自己更加保守一点。早期将你的风险承受能力调低一些，这样对你会更有帮助，你随后还可以不断调整你的风险敞口情况，更好地应对所面临的挑战和困难。

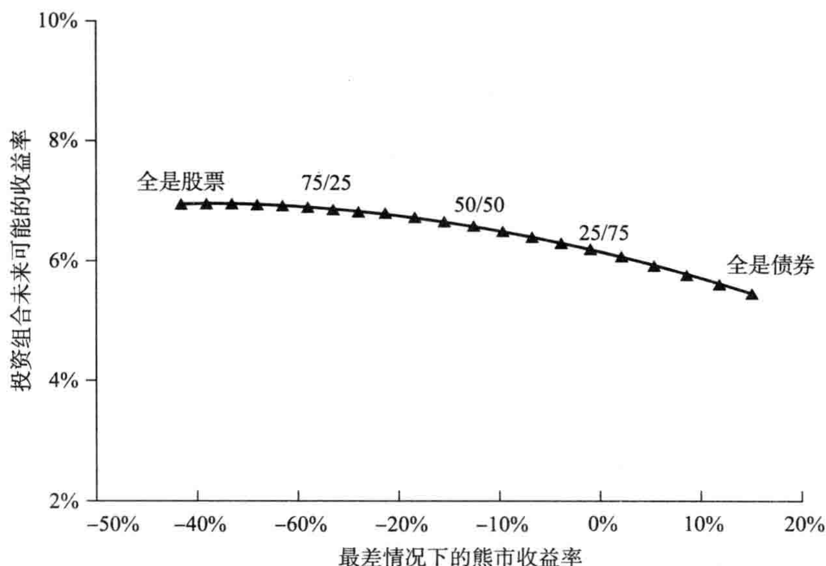


图 4—7　投资组合未来可能的风险与收益

20 世纪 20 年代和 60 年代的上百万的投资者们都认为他们能够承受股票的高风险。然而，在这两种情况下，随之而来的股市崩盘让他们中的绝大多数人离开股票市场长达数十年。由于你投资组合的风险与组合中股票所占比重直接相关，在你开始自己的投资生涯时，最初的阶段还是少持有股票为妙。这以基本教义的方式直接地体现了金融理财的传统智慧：年轻的投资者投资风格都比较激进，因为他们有几十年时间来弥补投资带来的亏损。早期激进的投资策略带来的问题是，如果由于这些损失你被迫永远离开这个市场的话，你可能无法弥补自己的损失。

所有的一切集中到资产配置的关键点上就是：除非你完全有把握知道自己的风险承受能力，否则的话，你应该将投资组合中的股票风险尽可能降到最低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二步：在全球范围内确定股票配置

分散化投资为什么要延伸到国外？因为外国股票通常会在本国市场下跌的时候上涨，或者，上涨下跌的幅度不是同等的。让我们来看看最近的数据。

在 20 世纪初期，国际股票市场的一体化程度要比今天高许多。那个时候，英国人购买美国股票或者法国股票是一件很平常的事情，资本在国际间流动也很少遇到阻碍。两次世界大战改变了这一切，从那以后，国际资本的自由流动恢复得很慢。现代国际化分散投资的历史始于 1969 年，随着摩根士丹利发行 EAFE 基金而逐渐繁荣起来。到 2000 年年末的时候，有关国外投资收益率的准确记录已经有 32 年了。在这期间内，数据显示国外投资年收益率为 11.89%，而同期标准普尔 500 指数的收益率为 12.17%。

为什么国外投资收益率与美国相当，甚至有时候比美国低，我们还要投资国外的股票呢？这主要有两个方面的原因：风险和收益。在图 4—8 中，我将两种指数的收益率画了出来。我们注意到在任意的年份，两个指数之间的收益率都存在比较大的差别。特别是在 1973 年和 1974 年，EAFE 的亏损要比标准普尔 500 指数的亏损小：EAFE 的亏损为 33.16%，而标准普尔 500 指数的亏损为 37.24%。这意味着投资国外为全球化投资者提供了一个缓冲。

为了更生动形象地说明国际化分散投资的好处，我们可以将周期拉长，按照 10 年期来考察两者的收益情况，图 4—9 向我们展示了具体的结果。我们注意到，在 20 世纪 70 年代，标准普尔 500 指数的收益率比通货膨胀率都低，这意味着其真实收益率是负的，而同期的 EAFE 收益率却高于通货膨胀率。你还会发现在 20 世纪 80 年代，EAFE 的收益率要高于标准普尔 500 指数的收益率。

因此，从这两个 10 年的情况来看，你对全球化分散投资一定会很满意。如果这 20 年正好赶上你退休的时间段，你的感受会更加明显，因为同期的美国国内投资组合收益率水平的确非常低。在 20 世纪 90 年代，在全球化分散投资的作用下，美国国内的平均收益率终于赶上了国外投资收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

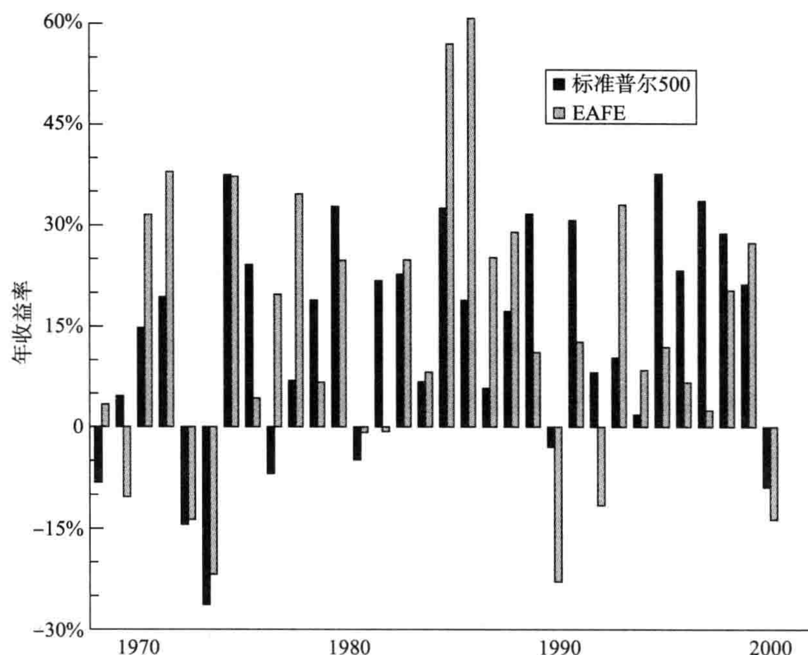


图 4—8　1962—2000 年标准普尔 500 指数和国外股票的收益率比较

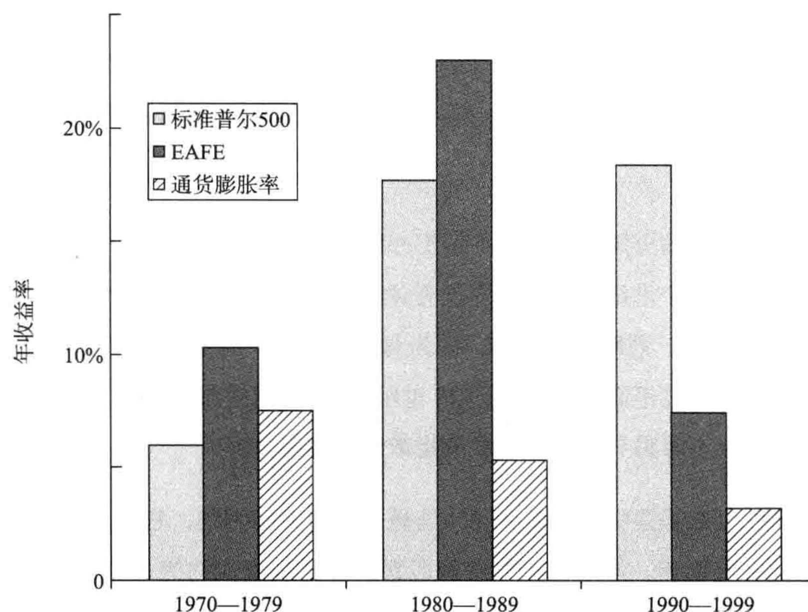


图 4—9　标准普尔 500 收益率，EAFE 收益率和通货膨胀率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数投资者并不是简单地确定一个最初的资产分配计划，然后几十年都不做调整。由于各种不同类型资产的收益率会随着时间变化，因此投资组合必须经常进行“调整”。为了搞明白调整的方式，我们将具体分析 1985—1986 年这两年期的资产配置变化情况。

这两年的标准普尔 500 指数的总收益率确实非常高，达到 57%，而 EAFE 的收益率则高得在这个图中没法表示出来：达到了 166%。如果你在开始的时候，构建的投资组合资产比重是各占 50%，那么到期末的时候，这个比重变成了国外占 63%，而国内只占 37%。对投资组合的不断调整意味着要卖出表现好的资产（本案例中卖出的是 EAFE），买进表现不好的资产（本案例中买进的是标准普尔 500 指数），让资产配置权重重新回到 50 比 50 的状态。

如果你在 1969—2000 年间，每隔两年就调整一下标准普尔 500 指数和 EAFE 之间的权重，让其回到 50 比 50 的状态，你获得的收益率将会是 12.62%。这个收益率水平比表现最好的标准普尔 500 指数收益率还要高出 1.5 个百分点。为什么呢？因为当你对资产结构进行调整的时候（初始设定的比重是 50/50），通常都是卖掉收益率高的资产（表现好的），买进收益率低的资产（表现差的）。这样的话，时间一长，国际分散化投资不仅能够降低风险，还能够增加收益。不过，我们也要小心谨慎：正如过去 10 年的经验教训所显示的那样，国际分散化投资并不是免费的投资，尤其是当你的投资期限少于 15~20 年的时候。

直到最近，普通的美国投资者才不用担心国际化分散投资，这不仅仅是多提供了一个选择。尽管早在一个世纪以前，国内投资者就可以购买国外股票，然而在实际操作过程中，却是非常昂贵、繁琐和危险的，因为每次只能买一只股票。尽管 50 年前美国第一只国际化投资基金已经诞生，但直到 20 世纪 80 年代这些投资工具才流行起来。1990 年，先锋集团创立了容易买卖、低成本的指数化国外基金。

正确的国外股票配置应该是多少呢？这是一个很大的问题，它让最虔诚的有效市场支持者都感到有些困惑。麻烦在于非美国股票市场的规模大约为 20 万亿美元，而美国股票市场的总市值规模仅为 13 万亿美元。如果你认为全球市场都是有效的，那么，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该在世界范围内配置股票，这意味着外国公司股票在你的投资组合中所占的比重应该为 60%，而这种做法连国际分散化投资最热衷的支持者都觉得难以实施。

那么，国外投资的合理比例到底应该是多少呢？它在你的股票池中的比重当然要小于 50%。首先，对于入门者来说，通常情况下，外国股票每一年的波动性都会比国内股票的波动性要大。其次，买卖和交易外国股票成本通常都比较高。例如，先锋集团国外股票指数基金平均费用要比国内指数基金的费用高出 0.20%。最后，一小部分国外股票的股息需要向当地政府纳税。尽管这些税收在你的应税收入中可以抵扣，但是这个抵扣却不适用于退休账户。因此，这就是在亏钱。

专家们对理想的国外股票比重并没有统一的看法，不过，大多数人认为其在投资组合中所占的比例应该大于 15%，并小于 40%。准确的投资比重应该取决于你能承受的“跟踪误差”（你的投资组合业绩表现与标准普尔 500 指数业绩表现之差）是多少。我们再次回顾一下图 4—9，拥有较高比重的国外股票投资者在 20 世纪 90 年代损失比较严重。尽管他们的收益率令人满意，但与那些没有在全球范围内进行分散化投资的同行们相比，他们的收益还是要少一大块。因此，虽然从长期来看，全球范围内分散化投资带来的收益要高于国内投资产生的收益，但是当投资期限是 10 年或者 15 年时，全球化分散投资的业绩表现的确要差一些。

如果收益与标准普尔 500 指数相比偶尔会差一些，让你感到难以接受，或许你应该降低国外股票在你投资组合中的比重。如果这对你不构成任何影响，那么你可以尽可能地将投资比重提升到 40%。不过，不管你国外股票的配置是多少，关键的一点是你应该坚持它，包括按照你原来设定的基准进行调整。

第三步：规模和价值

上面讲到的第一步和第二步：股票 / 债券配置决策与国内 / 国外配置决策，是资产配置的重头戏。如果你顺利地解决了以上两个问题，工作就完成了 80%。如果你比较慵懒，或者对这些不感兴趣，也有简单的解决方法，就是只购买三种有代表性的资产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即三类共同基金：美国股票市场共同基金、国外股票市场共同基金和短期债券共同市场基金。这就足够了，万事大吉。

还有几条简单却非常有用的建议，值得你在资产配置的时候考虑进去。前面我们分析了价值型股票和小盘股带来的额外收益，在小盘股和价值型股票中进行分散化投资带来的收益不是那么稳定。例如，在1973—1974年的熊市中，价值型股票比成长型股票表现要好，前者亏损为23%，而后者亏损为37%。但是，在1929—1932年的熊市中，价值型股票亏损高达78%，而成长型股票亏损“仅为”64%。对价值效应有着深入研究的学院派专家法玛和佛朗奇坚持认为，价值型股票的高收益率反映出这些公司的风险比成长型股票的风险要大很多，这是因为它们比较脆弱，在困难时期更容易遭受挫折。法玛和佛朗奇的理论，在1929—1932年的熊市对股票业绩表现方面的论述是连续的。

但是有些时候，成长型股票的风险也很特殊。下一章我们将会看到，在某个时代新技术的带领下，公众投资者们不时会对这些成长型的公司热情过头。这些成长型公司的股票在各种理由的支持下表现过度：20世纪90年代末期出现的高科技和互联网泡沫说明了这一点。当泡沫破灭的时候，带来的损失也是巨大的。但是，我们通常不会担心银行、汽车和钢铁股票中的泡沫。

毫无疑问，小盘股的风险要高于大盘股。小公司实力不够强大，比较脆弱。更重要的是，它们的交易量比较小：平均每天的换手率都比较低，如果遇到股市总体趋势向下，几个别有用心的卖方就可以将价格打到很低的位置。1929—1932年，小盘股的市场价值跌去了85%，1973—1974年，小盘股的市场价值损失了58%。为什么还要投资小盘股呢？这是因为，从长期来看，它们产生的收益率要高很多，对于很多小盘股来说，事实的确如此，我们在图1—18中也能得到佐证。

那在你的投资组合中，小盘股和价值型股票应该占据多大的比重呢？与前面一样，这取决于你能承受的跟踪误差是多少。小盘股和价值型股票的业绩表现，可能会在很长时间内都比主板市场指数差，这个时间可能超过10年，就像20世纪90年代出现的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那样。为了更好地说明这一点，我在图 4—10 中将过去 30 年的市场收益、小盘股、大盘价值型股票和小盘价值型股票的收益情况都画了出来。1970—1999 年，小盘价值型股票的收益率最高（年收益率为 16.74%），其次分别是大盘价值型股票（15.55%），标准普尔 500 指数（13.73%）和小盘股（11.80%）。

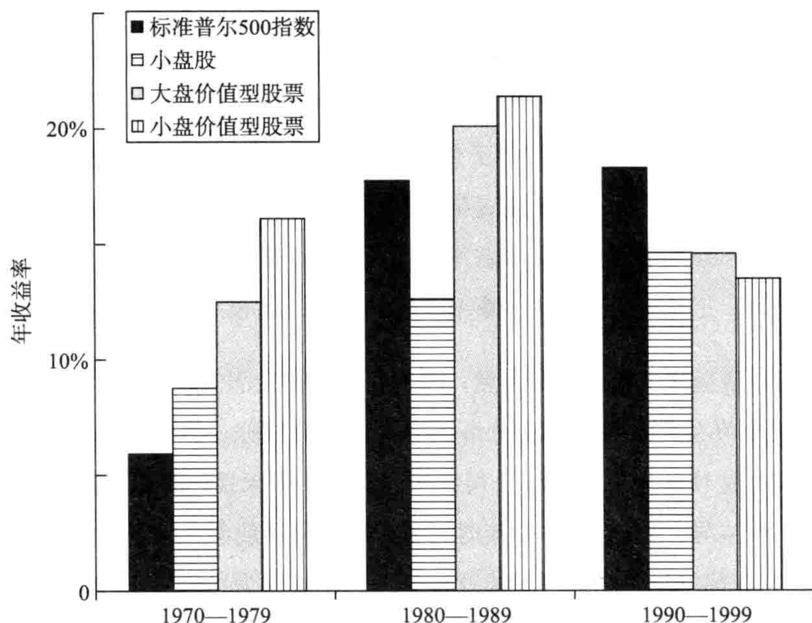


图 4—10　过去 30 年股票业绩表现

图 4—10 同时还向我们表明在最后的 10 年时间里，情况完全发生了改变，标准普尔 500 指数表现最好，小盘价值型股票表现最差。因此，问题再一次回到了跟踪误差上：在情况（有希望）发生改变前，你能在多长时间里承受你的投资组合业绩表现比市场差？如果你不能忍受你的投资组合业绩长期居于落后的位置，那么，小盘股和价值型股票并不适合你。

你的投资组合中配置的小盘股和价值型股票最大比重应该是多少呢？这是一个非常复杂的问题，我们将会在第 12 章对此展开详细的讨论。总的来说，你的投资组合中大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘股的比重应该高于小盘股的比重。在大盘股中，你也应该合理配置价值型和成长型股票的比重。小盘成长型股票收益相对较低而风险却比较高，所以你配置的小盘价值型股票比重，应该大大高于小盘成长型股票。不过，投资者要意识到，你的投资组合偏离标准普尔 500 指数越远，它的表现就越特别，这对那些业绩表现偶尔低于市场表现都不能接受的投资者来说，无疑是件痛苦的事情。

第四步：部门

诸如科技、汽车、银行、航空等工业部门怎么样？搞清楚它们的价值到底有多少，是一件很困难的事，不过，一旦你通过指数基金购买了整个市场，就已经投资了这些行业。通过部门的不同来提升你市场收益率的唯一方法，就是选择那些未来收益率比较高的部门进行投资。正如我们在前面的章节论述的那样，这很大程度上要依靠运气。

专注部门投资通常不是一个好主意，因为它们可能会消失。例如，在 19 世纪末期，铁路公司股票市值在美国股票市场总市值中占有很大部分。然而到了 1950 年的时候，由于汽车和飞机的快速发展，铁路公司股票遭遇到了毁灭性的打击。1980 年，市场被石油公司股票所主导，在随后的 10 年时间里，铁路公司股票在市场中所占的比重仅为原来的 1/4。产业部门投资的真正风险就在于，你可能因为投资了不被下一代看好的部门而被迫终结投资。

不过，我还是认为有两个部门值得考虑：不动产投资信托和贵金属。在它们两个中间，更值得投资的是不动产投资信托。它们的历史收益率和未来预期收益率都可以与市场收益率进行比较。而且，正如我们在前几年所见到的那样，当其他部门都表现得很差劲的时候，它们的表现非常不错。遗憾的是，同样的话反过来说也是成立的：当市场表现得特别好的时候，它们的表现却很差劲。或者，正如维度基金顾问公司的丹·惠勒（Dan Wheeler）所指出的那样，分散化投资的问题是它的确发挥了作用，但我们不一定需要它。

我们又要谈到跟踪误差：当你选择的资产，表现不如市场上其他资产的时候，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的承受底线在哪里呢？由于存在较高的波动性和不动产投资信托跟踪误差，你投资到该类资产上的资金，占所有股票投资的最大比例为 15%。

贵金属公司股票（也就是开采冶炼黄金、白银和铂金的公司股票）的历史收益率通常都非常低，仅比通货膨胀率高出一点点。不仅如此，它们的长期收益率也不高，而且波动性很大。那为什么还要投资该类资产呢？原因主要有以下三点。

第一，贵金属股票收益率几乎与世界上绝大多数其他金融市场没有相关性。当全球市场都处于下跌的时候，它们的表现却非常不错。例如，1973—1974 年，黄金类股票收益率高达 28%。我们并不知道 1929—1932 年，黄金的准确收益率，不过有一点是肯定的，那就是它们在那个时间段表现仍然很突出，尽管在当时，其他所有股票都处于下跌状态。

第二，当通货膨胀比较严重的时候，投资黄金类股票仍然是有利可图的。在这个时候，诸如贵金属、不动产和“收藏品”（例如艺术品和稀有钱币等）等资产的表现都非常不错。

第三，按照调整机制，你所看重的资产随机波动性将会起作用。如果你的退休账户里持有贵金属股票，而且交易是免税的，那么，根据调整机制，你将通过低买高卖的方法每年获得额外的 3%~5% 的收益。这一规律会起作用，不过你要小心，因为你的连续操作很容易挑起公众敏感的神经。当你卖出时，你可能会听到很多“应该买入”的声音，而当你买进时，你肯定会发现很多人正在卖出。

这让资产类别的区分变得很有意思：有些资产应该更多地体现在投资组合中，尽管它们的历史收益率并不支持投资者这么做。当某项资产剧烈波动，且与市场上其他资产不同步时，收益率往往都比较高，黄金类股票就是典型。不动产投资信托、新兴市场股票以及一些小盘国际性股票也有这方面的特征。总的来说，这种行为只有在受保护的账户中，或者在现金流充足，按照前面所述的调整技术进行调整的账户中，才会产生实实在在的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是说，贵金属其实是有严格的选择性的。如果黄金类股票让你感到很不安，那么就不要买它们。如果你确实想购买这种资产，不要让它在你的投资组合中占据太大的比重。

什么才是真正的最优配置

现在，我们有必要通过一些具体的案例向大家展示一下投资全过程。首先，也是我们反复重申的：在未来的 10 年、20 年或 30 年时间里，一定存在包括不同股票的最优资产配置。不过遗憾的是，**没有办法提前知道这样的最优配置到底是如何安排的。**

从短期来看，这个配置可能只包括表现最好的资产；而从长期来看，它应该是表现最好的各种资产中，两类或三类的混合构成。重要的是你的资产配置应该被合理地分散化，就算外部环境再差，也能有不错的表现。

我们假设有一位名叫查理·克林奇（Charlie Cringe）的理论专家。查理很讨厌投资，他希望事情能够尽可能简化。当他的邻居，哈里·休布瑞斯（Harry Hubris）向他展示其蓝筹股表现优异时，查理会受不了。查理不是小伙子：他将在几年后退休，而且经历过几次熊市的考验。他知道，一旦自己所持有的投资组合中股票比重超过 50%，他连晚上睡觉都不会感到安稳。因此，查理的合理化资产配置是：

- 35% 的美国股票市场（是包括整个市场，而不是标准普尔 500 指数）；
- 10% 的外国股票；
- 5% 的不动产投资信托；
- 50% 的短期债券。

查理投资组合中的股票表现与整个股票市场的表现差别不会太大，否则就会让查理感到很有压力。最好的情况是，每年他只需要花几个小时对他的投资组合做一个调整。

看看温迪·万克（Wendy Wonk）的情况，她在一家大型公司的会计部门负责电脑网络工作。她已经 28 岁了，不过，岁月在她脸上留下的痕迹倒不是很明显。不仅如此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

她还继承了她父亲喜欢投资、甚至还带点冒险精神的品质。因此，她的资产配置可能会是如下的情形：

- 10% 的标准普尔 500 指数；
- 10% 的美国大盘价值型股票；
- 5% 的美国小盘股；
- 7.5% 的美国小盘价值型股票；
- 7.5% 的不动产投资信托；
- 2.5% 的贵金属股票；
- 10% 的欧洲股票；
- 7.5% 的日本和环太平洋国家股票；
- 7.5% 的新兴市场股票；
- 7.5% 的国际价值型股票；
- 25% 的短期债券。

首先，我们注意到她的投资组合中股票与债券的比重为 75/25。在给定股票和债券预期收益率的基础上，这是任何人都应该持有的投资组合。其次，我们发现她的投资组合中一半股票是国外的，标准普尔 500 指数所占的比重很小。

还有一个例子，正好被不快乐的邦妮·波尔（Bonnie Bore）赶上了，她一直醉心于自己的微软期权。不过温迪知道邦妮不可能会改变自己的投资风格，哪怕大盘蓝筹股的价格比其他类型的资产（包括温迪的投资组合）价格上涨要快很多，邦妮也很少会关注。

这不是一个简单的投资组合：温迪持有的股票类别超过十种，她还告诉我她正在考虑再买点垃圾债券和国际债券，我想不出什么理由来反驳她。

温迪的投资组合表现可能会比查理好。这不仅仅是因为她的投资组合中股票的比重比较大，而且还因为她更偏爱价值型和小盘股，这两者带来的收益率通常都比较高。当然，我们也不敢百分百保证，在金融领域，没有事情是真正确定不变的。但是，即使我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们知道她的收益率比查理要高，她还是希望自己的投资组合的表现能够变得更加突出。她有能力做到更好，且不会失去对金融的有限耐心，即使蓝筹股在下跌，她也仍然能够坚持下去。

查理和温迪是两个极端的例子，介于她们俩之间的投资组合或许应该是下面这样：

- 25% 的美国股票市场；
- 10% 的美国大盘价值型股票；
- 10% 的美国小盘价值型股票；
- 5% 的不动产投资信托；
- 10% 的外国股票；
- 40% 的短期债券。

你的资产配置可以与上面我们讲到的例子完全不一样，你应该根据自己所处的环境来决定，尤其要考虑到自己的纳税情况（也就是，多少资产保留在普通的应税账户中，多少资产保留在可以避税的退休账户和年金账户中）。我们将会在第 12 章对相关内容做更详细的介绍。

查理和温迪之间的对比，体现了分散化收益与跟踪误差之间的平衡关系。较高预期收益率和较高风险的分散化投资组合是以跟踪误差为代价的：你的投资组合所承担的风险与标准普尔 500 指数的风险相差很大，与你朋友和邻居的投资组合风险相差也很大，这种差别可能还会持续很长一段时间，就像 20 世纪 90 年代后期经历的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 过去投资组合的业绩对预测未来投资组合业绩作用很小。因此，根据过去 10 年或者 20 年的收益率来设计你的投资组合，这种做法其实是错误的。
2. 对你来说，精确资产配置是由你的风险承受能力、投资复杂性和跟踪误差等诸多因素决定的。
3. 最重要的资产配置 决策，是围绕风险资产（股票）和无风险资产（短期债券、国库券、大额可转让存单、货币市场基金）展开的。
4. 最基本的分散化股票资产，是外国股票和不动产投资信托。前者在你的股票组合中所占的比重应该低于 40%，后者所占的比重应该低于 15%。
5. 小盘股、价值型股票和贵金属股票值得投资，但是不宜作为重仓股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FOUR PILLARS OF

第二支柱

投资历史

INVESTING

Lessons for Building a Winning Portfolio

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当市场陷入疯狂状态

大约每隔一代人的时间（约为 30 年），市场就会陷入一种疯狂的状态中。而当市场陷入这种状态时，大多数投资者会遭受严重的损失，许多人甚至会完全破产。

市场会崩溃，但是市场也会因此萧条数十年却鲜为人知。下面的两个章节将会详细阐述市场周期性地出现繁荣和萧条，普通投资者应该都经历过这两种不同类型的市场转换。

即使这些普通投资者的行为中有一些值得欣赏的地方，要在繁荣及萧条的市场中进行投资，这项工作还是非常困难的。有时候，哪怕投资者事先做好了最周全的准备，到最后却还是以失败而告终。但是，如果你连事先准备都没有，那你的投资必定失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

05 疯狂投机的历史回顾

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

进步，完全不在于改变，而在于不变。那些不能记住过去的人注定只能重复它。

——乔治·桑塔亚那，哲学家

对很多读者来说，这一部分关于繁荣和萧条的描述会让他们觉得很不适应。毕竟，这是一本普通读物，是用来指引读者入门的书籍，并不担负记录历史的使命。不过，在这四大主要领域：投资理论、投资历史、投资心理学以及投资产业中，历史知识的缺乏是导致损失的重要原因之一。长期资本管理公司的领导者们无视变化无常的金融发展历史，曾在1998年几乎将西方金融系统毁于一旦。

历史知识在很多领域中并不是必要的，即使你完全不知道自己掌握的技能或手艺的起源和发展情况，你也可以成为一位很好的医生、会计师或者工程师。当然，也有一些专业需要具备基本的历史知识，如外交、法律和军事。然而，没有其他任何一个领域像金融领域一样，把握过去就是成功的根本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学者们喜欢争论的是：随着时代的变迁，推动历史发展的主要力量是否具有重复性和周期性。不过，在金融领域，这一点不存在任何争议：同样的投机错误几乎像时钟般有规律地在每一代上演，值得我们研究。

我是怀着无比忧虑的心情写下这一章的，因为正如我敲打键盘发出噼噼啪啪的响声一样，我们很可能正在经历空前巨大的投机泡沫。

我不知道这一次我们是否将再次看到由投机炒作引发的严重后果，除了最安全的有价证券，投资者卖出了其他所有的金融资产，而在这之前，这些金融资产的价格都经历了大幅上涨，风险已经非常高。尽管本章所介绍的内容并不具有很强的时效性，但它仍然是这本书中最重要的一部分。因为即使你能掌握投资理论、投资心理学以及实业投资，如果你不能在周围人都头脑发热的时候保持头脑清醒，那么你的努力仍旧会以失败告终。

总体考虑

技术进步促进了经济发展，从而使股票的价格不断上涨。如果有邪恶力量让所有的科学和技术创新突然停止，那么，我们的生活水平将会被定格在当前的状态而得不到改善；企业利润将会保持不变，尽管股价一直上下波动，也不会出现长时间的上涨。这个观点得不到强有力支撑：获得股票收益的最佳引擎是科技进步的速度，而不是它的绝对水平。

我在最近的一次投资会议上进行了演讲，当时有位听众知道我曾经当过医生，问了我一个问题：生物技术的跨越性发展，对我的临床医疗实践活动带来了什么样的革命性变化。我给他的回答是：基因治疗、以 DNA 为基础的诊断检测、新手术及血管造影工具的进步与发展，给日常的医疗工作带来的改进是逐步实现的。

事实上，医学上最大的一个进步发生在 60 多年前，那就是磺胺类药物和青霉素的发明。一夜之间，那些罹患细菌性肺炎和脑膜炎等疾病的成千上万的病人的生命，都能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够因此获救。不仅如此，那些获救的病人绝大多数还是年轻人。与此相反，今天的医学进步更多地造福了老年人。我不认为我们会在有抗生素的年代，能见识到这种医疗进步的经历。

我们倾向于认为技术进步是一件不断加速前进的事情，然而事实并非如此。技术创新是在激烈的碰撞中产生的，令人印象最深刻的技术创新并不发生在当前。如果你想要在人类发展历程中看到科学发展的全部力量，基本上，你只能回到两个世纪以前。科技进步的爆发是在 1820—1850 年，毫无疑问，这是人类历史上最深刻且有深远意义的一段记忆，它使用了一种令今天的人类难以想象的方式，深刻地影响了当时社会结构中从最顶层至最底层的所有人。在一段短暂的时间内，运输速度增长了 10 倍，通讯几乎可以在瞬间完成。

例如，19 世纪初时，杰斐逊（Jefferson）花了 10 天的时间从蒙蒂塞洛（Monticello）前往费城（Philadelphia），他付出了非常巨大的代价，包括身体上的疼痛和旅途中的危险等。1850 年年底，蒸汽机将把同样的旅程缩短为一天变成了现实，并且旅费也比原来要低很多、不舒适程度及风险都大大降低了。让我们来看下史蒂芬·安布罗斯（Stephen Ambrose）的著作《英勇无畏》（*Undaunted Courage*）中的一段话：

> 在 1801 年的时候，一个显而易见的事实是，世界上没有什么东西的速度会比马快。没有人，没有制造的物品，没有大量的小麦，没有牛肉面，没有信，没有信息，没有任何一种主意、命令或指示移动得更快。正如与杰佛逊处于同一时代的人所说的那样，没什么会比马的速度更快。

通信领域内的革命更为激动人心。对大多数有文字记载的历史来说，信息传播的速度如同实物商品一样慢。随着库克（Cooke）和惠斯通（Wheatstone）在 1837 年发明了电报，实现即时通讯功能的电报突然改变了经济、军事以及政治事务进行的方式，这几乎无法被现代科技熟知的敏感性所理解。1884 年格罗弗·克利夫兰（Grover Cleveland）当选为美国总统的消息从纽约传播到旧金山和伦敦的速度，几乎和当代信息传播速度一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样快。换句话说，在过去的一个半世纪里，关键新闻的传播已经是即时的了。现代通信技术的出现促进了渐增的琐碎信息的快速散播。

但这并不意味着技术革命对经济和金融的影响会立刻产生，情况并不是那么简单！蒸汽机和内燃机在将近一个世纪的时间里，并没有完全取代马匹运输散装货物，电脑也是花了几十年的时间才从实验室走进了办公室，最后进入了普通家庭。在科学家发明了这些东西后不久，电报和电话只是成为了有钱人的玩具和工具，普通人并不能在日常生活中打长途电话。

我发现下面的类比有助于理解科技的传播：想象一下，用一个很重的把手去压一口井的抽水泵。每隔几秒钟，水就从喷口涌出。因为水是被灌进一根长管的，所以从压抽水泵把手人的视角（即站在那些创新者和富人的角度）来看，水是突然喷出来的。但对于那些处于水管末端的人（比如一般消费者，或者是更为重要的投资者）来说，水是缓慢流动着的。

为了更好地解释这一点，我用半对数比例绘制了美国和英国自 1820 年起的实际国内生产总值（GDP）的走势，如图 5—1。我们来回忆一下所学的数学知识，在半对数图形上任意一点的斜率表示的是真正的增长率，请注意比较图中两个国家增长率的相对平滑和稳定情况。我们可以看出，图中美国曲线的斜率每年增长幅度为 3.6%，而英国曲线的斜率每年增长幅度在 1.9% 左右（附带说一句，这个图形也表明了英国从 1871 年开始逊色于美国，早在英国的 GDP 总量高于美国的时候，也就是大约 1/4 世纪以前，这一发展趋势就已经被康索尔利率图暗示了出来）。这两个国家 GDP 增长差异的 2/3 可以用美国人口增长率更高来解释，而另外 1/3 的原因，则是我们在劳动效率方面的增长优势。

在过去的两个世纪中，美国和英国一直处于世界技术进步的前列。我们现在看到的，是它们经过血雨腥风后留下的痕迹，这同样也是股价上涨的推动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

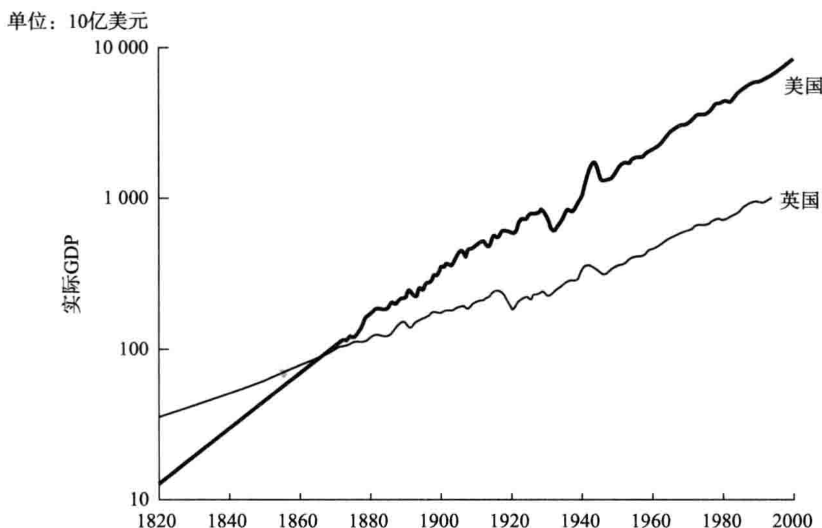


图 5—1 美国和英国的实际 GDP（以 1990 年的数值为基础）

其他国家偶尔会有更快速的增长。例如，在第二次世界大战后的 50 年时间里，日本经济的实际增长率高达惊人的 6.65%。这有一小部分是科技创新的结果，但也足够让日本“赶上”世界其他国家的水平。即使是在今天，日本的劳动生产率也远低于美国及西欧。这不是一个巧合，图 5—1 和图 1—1 看上去几乎一致，其原因就在于它们是由同样的因素驱动的。

现在事情开始变得有趣了，大家回忆一下，我们说过科技进步是以突然产生的方式不断发展的，但由经济活动驱动的经济和投资回报却发展得比较平稳。技术思想资本化就像创新过程本身一样，是不均匀的。这是因为新技术的投资，是由它们乍一看而引发的兴奋与激动所驱使的。这不是什么好事情，例如，几乎所有早期汽车公司的投资者都败得一塌糊涂。同样的，虽然美国无线电公司（Radio Corporation of America，简称 RCA）在那个时代开创了新潮的无线电产业，但其绝大多数投资者在 1929 年的大危机后，都开始从事清洁工的工作。

在进行学术研究前，前人就已经证明了，投资刚起步的高科技公司获得回报率都比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较低，摩根（J.P. Morgan）深谙其中的门道。因此，他几乎总是回避没有经验的公司。他只做过一件例外的事：投资爱迪生在 1879 年发明的电灯。摩根和爱迪生都意识到了这种装置拥有改变世界的性质和能力。爱迪生缺乏庞大的建造电灯工厂和发电厂必需的资金，但是以摩根为首的财团向他提供了所需的一切。几乎总会发生的事情是：最后报酬中属于金融支持者的份额绝不会比当初那位发明家少。不幸的是，爱迪生电气公司拥有的直流电技术，较西屋电气公司（Westinghouse Electric Corporation）更有效率的交流电系统来说，持续地处于不利地位。在这两家公司合并后，爱迪生厌恶地卖掉了自己的公司。但他不知道的是，这样做却使他丧失了一笔无比巨大的财富。摩根就如同他以往一样，让这家公司走向了成功。

最关键的是：用发明去改变世界的资金投入或资本化，是一种非常吸引人的举动。毕竟，谁不想分得通用汽车、IBM 或者是微软的一杯羹？有时，某些技术会激发公众的想象，公众为了承诺合理利用这些技术，会将大量的资本投入公司。换句话说，资本流向新兴技术不是主要由创新者的需求，而是主要由易受影响的投资大众的供给所驱使的。

这种循环在过去的 3 个世纪中就已经间歇性地发生过了，而这个过程证明了三件事：首先，各国大公司的资本化主要在短暂的公众热情期内发生。其次，社会将公司的成功和繁荣，归功于发明家和科技创新过程中的金融支持者。最后，科技创新企业的投资者的回报是很低的。

让我们用一些行业术语来说明。当我们购买股票或共同基金时，按照严格的经济学定义，我们不是在投资。毕竟，我们为自己的股票所花的钱没有进入公司，而是流入了那些之前买入这些股票的人的口袋中。用经济学术语来说，我们不是在投资，而是在储蓄（与当下流行的观点相反，储蓄对总体经济的影响往往是负面的）。只有当我们在购买所谓的“首次公开发行”（IPO）股票时，我们才是实实在在地为获取人才、厂房和设备的公司提供资金。只有在这个时候，我们才是真正地进行投资。而大部分时间，我们是在“二级市场”上购买和抛售股票。通常情况下，公司在资金流动中是不能获得利息收入的，因为这种活动并没有直接影响公司的运作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看看这条妙语："真实的投资"，即购买 IPO 股票的回报是非常惊人的。1991 年，杰伊·里特（Jay Ritter）院士客观地证实了，最有经验的投资者知道，新公司的股票对除了发行人之外的其他人来说，都是不公平的。他发现，1975—1984 年，首次公开发行股票的回报率为 10.37%，只比通货膨胀率高了 3%，而市场回报率却高达 17.41%。他在一份成功的学术研究陈述中得出的结论是：投资者对刚起步的成长性公司的收益潜力，会间歇性地呈现出一种过分乐观的状态。里特的结论已经被别人所证实，同时也符合在第 1 章讨论中所提到的小型成长型股票的介绍，因为大多数首次公开发行股票都属于这一类。

因此，IPO 投资者值得在我们的经济体系中占据一席之地，然而他们却被资本主义所忽视。只有慈善家才会为了我们中的其他人的富有而努力，这些慈善狂欢的间歇性历史，或许是任何一位投资者（抱歉，应该说是储蓄者）教育的最关键部分。

"潜水寻找"美元

证券交易所第一次出现是在巴黎、阿姆斯特丹和伦敦。英语中"证券交易所"包含了很多在真者里（Change Alley）附近的咖啡馆。直到最近的 17 世纪，这些咖啡馆才成为世界上最活跃和最先进的交易所。一般的"股票经纪人"（比如经纪商），即使对他们来说，在星巴克订购适量的啤酒显得过于复杂，他们也不会在纽约证券交易所（New York Stock Exchange）或芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile）有什么行动理解的混乱或偏差。

金融工程的这场革命很快地在新兴技术时代，找到了它的方向和目标。1687 年，威廉·菲普斯（William Phipps），一位新英格兰的船长，从一艘失事的西班牙海盗船上找到了 32 吨白银，并将其运回英格兰，这使得他自己、他的船员以及他背后的支持者都变得富有，同时他们也超越了自己最疯狂的梦想，这激发了投资大众的想象力。不久后，很多专利被冠上各种类型的"潜水发动机"的称号。紧随其后的是，更多潜水公司发行股票的上市。几乎所有的这些专利都是毫无价值的，其明确主张的目的是在他们公司的股票中创造收益。随后，这些潜水公司的股票走高过，也失败过，最终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大概到了 1689 年，产生了第一个科技泡沫。以《鲁宾逊漂流记》（*Robinson Crusoe*）闻名于世的丹尼尔·笛福（Daniel Defoe）是其中一家潜水公司的会计。即使他很有学问，也阻止不了他的破产：这是那个年代最有名的一桩破产案。

这些潜水公司从没有进行过任何令人可信的操作，更不必说产生收益。对投资者来说，这显而易见。这种疯狂的行为很快就结束了，我们没有任何确切价格和收益的记录，但可以肯定的是，所有这些公司的最终投资成果都是亏损的。就这点而言，这和互联网泡沫非常相似。除了菲普斯的企业，实际上没有一家潜水公司是获得利润的，我们无法清楚地知道这些公司如何保证进入那些装满财富的船只失事的地方。以现在的视角来分析，这些公司都具有非常可疑的商业模式。

几个月来，这些公司的股票价格快速上涨。这本身没什么不寻常的，甚至在 3 个世纪前，前景不明的企业融资的情况就已经出现过。这些企业股价的临时性上涨其实没有什么困难，这是因为，这毕竟充分体现了资本市场是如何运作的。

如果你对这种高度无把握的企业的股票，同样可以涨到一个合理的价格的观念存在疑问的话，那么考虑一下下面的例子：假设你的邻居弗里茨（Fritz）告诉你，他认为他的房子下面是一个巨大的石油库。他估计这些石油价值 1 000 万美元，但是为了取出石油，他需要资金来购买钻井设备。他愿意让你加入，并且给你一半的利润。你愿意拿出多少钱资助他呢?

尽管弗里茨一直有些神神道道的，但他是个退休的石油工程师，所以当现在有个难得的机会时，他是不会放弃的。你预计他所专注的事情成功的几率只有千分之一，你投资的预期收益是 500 万美元（你得到的是他价值 1 000 万美元的石油库的一半）除以 1 000，即 5 000 美元。加入另一个因素的“10 倍”作为“风险溢价”，你就可以计算出 500 美元的合理价格给你的邻居，作为这次投资的成本。

这是弗里茨的低成功机会，加上高贴现率来补偿风险的另一种方式。因为你将这种高贴现率运用到低预期的现金流贴现中，所以股份的价值就变得很小。重新评估你的风险承受能力和弗里茨成功的机会，将会引起你拥有的股票价值估计的波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，无成功把握的公司的股份应该拥有一些价值，或者这个价值应该波动，这些说法都是不寻常的。它们现在是不寻常的，在300年前也是不寻常的。但有时候，我们对投资者不能给企业合理定价的原因了解甚少。价格上涨影响了我们的生活，也产生了投资泡沫。

货币主义理论家海曼·明斯基（Hyman Minsky）给出了一个接近合理的，对经济泡沫的解释。他假设至少要有两个必要的先决条件，第一个是“位移”，用现代的方式来说，通常指的是革命性的技术或金融运行方式的重大转变。第二个是由放松信贷借入的资金用于投机的有效性。除了这两个条件，我将另外加上两点。首先，投资者需要忘记过去的投机泡沫，这就是为什么投资泡沫大约会一代发生一次。其次，理性投资者能计算出预期收益和风险溢价，他们会被那些有真实购买需求的人替代。可悲的是，在泡沫期间，有相当多的前一个条件会转化为后一个条件。

之前的两个条件可以概括为一个词：兴奋。除了价格上涨的事实之外，投资者并不会因为其他原因而开始购买资产，不要低估了“金融感染”的力量。让我们听听对冲基金经理克利夫·阿斯内斯（Cliff Asness）在20世纪90年代末进行在线交易观察后得出的观点：

> 我不知道你们中是否有人在拉斯维加斯玩过视频扑克，反正我是玩过，而且很入迷。尽管你在一段超过合理的时间内都是输家，却还是会沉迷其中。现在，想想看这些视频扑克已经获得了你的青睐。这些小铃铛、按钮、蜂音器提供了即时反馈和乐趣，但你不是为了迷失自己，而是为了使自己变得富有。这种视频扑克的形式最终会让人沉迷、成瘾，它也会嘲笑可卡因是敌不过视频扑克让人成瘾的疯狂度的。

或者从经济历史学家查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）的干燥剂理论来看：“没有什么比看到朋友变得富有，更令人对自己的幸福和判断感到不安的了。”在过去的几年中，这种缺乏兴奋的感觉就像是睡着了。总的来说，投资泡沫的必要条件是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 重大技术革命或金融实践的转变。
- 流动性，即放松信贷。
- 忘记过去的投资泡沫，这通常需要一代人。
- 抛弃那种由无经验投资者的市场收购进行估价的，历史悠久的证券估价方法。

但无论是什么必要条件，只要投资者仅因为股价上升就开始购买股票，投资泡沫就会出现。这个过程靠其自身存在，就像篝火，直到所有的燃料耗尽，才会熄灭。这个燃料，就如明斯基提出的那样，通常是借入的现金或购买的保证金。

南海泡沫

事实上，潜水公司泡沫只是更大的投机狂欢的简单热身，大多数泡沫就像是莎士比亚的戏剧：服装和历史背景可能是外国的，但其中的情节和反映出的人性的弱点却让人感到非常熟悉。

南海泡沫的起源是复杂的，我需要对此做一番说明。首先，它不是一个泡沫事件，而是两个泡沫事件，不过，这两次泡沫都从 1720 年开始：第一个发生在法国，紧接着的发生在英国。正如我们在第 1 章中了解的那样，在投资领域里，政府债务出现得相对比较迟，不过，在中世纪晚期，一旦经历战争的国家通过发行国债获得了大量的军事融资，他们就变得不会满足，总希望能发行更多的国债。到了 17 世纪中期，西班牙绝望地陷于利息支付中，而法国也掉入债务人的深渊。

巴黎的金融混乱波及了一个十分特别的苏格兰人：约翰·劳（John Law）。1694 年，他因决斗杀人被判处死刑。在顺利从行刑中逃出后，他开始研究阿姆斯特丹的银行体系。后来，他逃到了法国，在那里建立了密西西比公司（Mississippi Company）。奥尔良公爵在 1719 年授予了密西西比公司两项令人印象深刻的公司专营权：与所有北美洲的法国人进行交易的垄断权，和收购全部公债（法国的政府养老金，类似于永远只偿还利息的政府债券）用于交换公司股份的权利。后面一项专营权对皇家法院来说是特别有吸引力的，因为投资者会把政府债券换成密西西比公司的股票，这减轻了政府军事债务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的负担。

法律所谓的"系统"包含了一个显著的特征：密西西比公司在股价上升时会发行货币。是的，公司发行它自己的货币，就像所有的银行那样。这种做法与20世纪前金融领域里中央银行的职责类似：如果银行是可靠的，其发行的纸币价值通常与票面价值比较一致。如果银行不可靠，甚至信誉比较差，其发行的纸币将会以相当高的贴现率进行交易（当然，当现代银行的贷款以银行汇票的形式出现时，现代银行也会发行货币）。

现在，所有产生投资泡沫的必要条件都展现出来了：金融系统发生了重大的转变，公司新钞的流动性大，上次投机热潮又过去了30年的时间。1720年，由于密西西比公司股价上升，公司发行了更多的票据，如果用这些票据购买更多的股票，股价还会涨得更高。无比巨大的纸上财富产生了，世界上的百万富翁就这样被创造了出来。这种疯狂蔓延了整个大陆，大量可供使用的资本使得新兴企业的价值不断发生波动。

这其中甚至还包含着一个流行的新技术：概率理论。费尔马（Fermat）和帕斯卡（Pascal）发展了数学的这一分支。1693年，皇家天文学家埃德蒙·哈雷（Edmund Halley）开发了第一个死亡率表。很快，开设保险公司成为流行与时尚。投机活动扩散到了伦敦。

旧政权并不只是存在于政府身陷债务的时候。1719年，英国在西班牙继位斗争中背负了巨大的债务。事实上，10年前，在1710年的时候，南海公司用其股份与持有政府债务的投资者进行交换，而南海公司也被授权对与在美国的西班牙帝国所开展的交易进行垄断。作为对南海公司承担其债务的交换条件，政府向南海公司支付年金。

但无论是密西西比公司还是南海公司，都没有从交易垄断中获得收益。法国人开的公司并没有认真经营过，战争和西班牙的不妥协也阻塞了英国与南美的交易（无论如何，南海的董事们都没有与南美进行贸易往来的经验）。密西西比公司只是一个投机热潮的炮弹，而南海公司的情况则比较复杂，因为南海公司是从政府手中获取收入的。

不幸的是，它与政府进行交易的安排，是用一种最特殊的方式进行的。南海公司获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准发行固定数量的股票，用于交换被投资者购买的政府债务。换句话说，投资者能将他们手中的债券、票据和年金换成公司的股票。公司的股价越高，需要支付给投资者的股份越少，留存下来给董事用于公开市场出售的股份就越多。

因此，南海公司不断抬高股价就在情理之中。1720 年，欧洲金融系统导致的大量流动性使得这种做法成为可能。在某个时刻，股票价格承载了一切，投资者也乐于将其拥有的固定年金、债券和其他票据换成股价迅速上涨的股票。董事们利用短暂的价格上涨向公众发行了更多的股票：首先是为了政府债务，然后是为了自己赚钱。后来的购买者被允许在支付 20% 的保证金的前提下购买股票，余下的款项需要在随后的付款中结清。在南海公司的案例中，这些规定实际上形同虚设，因为首期付款中的大部分都是购买者借来的钱。

1720 年夏天，南海公司的股票价值不断波动：之前的订金定价为 1 000 英镑，但是不到一天就卖光了（泡沫刚出现的时候，股票价格大约是 130 英镑），南海公司的泡沫越吹越大。政府被快速上涨的股票价格吓了一跳，国会随后提议要限制股价。在阻止泡沫扩大的过程中，南海公司向各级权贵提供了不少股票（实际上是伪造的股票）用于贿赂，其中包括国王夫人。因此，限制股票价格的计划就这样被搁置了。

最精彩的投机就是“泡沫公司”的出现。由于获得泡沫产生的资本变得非常容易，各种表现不好的企业都开始向易受骗的公众发行股票。这些企业中的大部分是合法的，只是发展比较超前。比如一家公司设立在澳大利亚，另一家公司制造机关枪，还有一家公司提出建造船舶用以运输活鱼到伦敦。很少一部分公司是在明显地欺诈，还有一些只在后来的传说中存在，一家著名的虚构公司被称为“继续发挥着很大的优势，但是却没有人知道它是什么”。有趣的是，在 190 家被认定为泡沫公司的企业中，有两家最终成功了：伦敦皇家交易所（Royal Exchange）和伦敦保险公司（London Assurance）。

南海公司对各泡沫公司轻易获取资本的竞争已经感到了焦虑，1720 年 6 月，议会通过了《泡沫法案》（*Bubble Act*）。这项立法要求所有的新公司必须获取特许权，同时也禁止公司经营特许权以外的业务。令人费解的是，这竟是他们失败的原因。因为许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险公司借出大量的资金给南海公司及其股东，是维持投机泡沫疯狂的原因，当保险公司开始开展其他业务，之前的借出就被迫停止了。它们中最有名的当属刀剑公司（Sword Blade Company），它很自然地被特许只能制造刀剑。当《泡沫法案》强制信贷从市场中撤出时，影响却是令人震惊的：金融泡沫破裂了。到了十月份，这一切都结束了。

南海事件是一场真正的狂热，从国王乔治到平民大众都沉浸其中。乔纳森·斯威夫特（Jonathan Swift）很好地概括了英国当时的气氛和情绪：

> 我向一些来自伦敦的人询问了他们的宗教信仰，他们告诉我那就是南海公司的股票。英国的政策又是什么呢？答案也是一样的。什么是交易呢？答案仍旧是南海公司。什么是商业呢？除了南海公司别无其他。

一个到真者里游玩的外国游客描述得更为简洁：“好像所有的疯子一下子都逃出了精神病院。”

无论是密西西比公司还是南海公司，都没有真正的对外贸易业务预期。密西西比公司根本没有任何收入，而南海公司至少从政府获得了一些收益。密切关注着现金流变化的当代观察家们，估算出南海公司的公允价值大约为每股 150 英镑，恰好是一切尘埃落定时南海公司股票最后达到的价格。

让我们思考下产生泡沫的四个必要条件。第一，明斯基所说的“位移”，这是一种用私人权益替代政府债务的史无前例的做法。第二，是宽松信贷的可获得性，尤其是能从密西西比公司获得源源不断的纸币。第三，是潜水公司事件后的 30 年的时间间隔。最后一个条件，是通过非专业人士进行的错误资产评估，增加对市场的控制。

尽管费雪的股息贴现模型奠定了未来两个世纪的研究基础，但数百年后，投资者可以通过一种直观的理解对收入进行估价，就像球员不用知道射球的方程式，也能够接住空中飞过来的足球一样。合理的投资者可能会争论南海公司股票的内在价值是否是 100 英镑或 200 英镑，但是没有人能对 1 000 英镑给出一个合理的解释。更多的投机泡沫公司，在正常情形下，可能会按照你邻居弗里茨的油井那样的方式被估价，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些泡沫公司会看到他们公司的股价飞涨。

因此，泡沫的本质就是：短暂的价格上涨和对企业怀疑的终止，后面一点反过来说就是，大量投资者愿意用一个荒谬的低贴现率和高股价去投资可疑的企业。泡沫对投资的各个领域都是有影响的，它会留下金融破坏和希望幻灭，无关投资者的智力和社会阶层。南海公司事件中最有名的受骗者不是别人，正是艾萨克·牛顿先生，他说过一句非常经典的话："我能够计算出天体的运动，却算不出人们的疯狂。"

失败的罗曼史与第一家运河公司

改变现代生活的第一个工程技术奇迹，是大型运河运输的开发，这一点毫不夸张。1758 年，布里奇沃特公爵（the Duke of Bridgewater）被一场不成功的罗曼史弄得心碎，他产生了建造一条运河的激进观念，这条运河将用于他的矿山与 48 千米外的纺织厂之间的煤矿运输。9 年后，运河完工了，同时也几乎耗尽了他所有的财富。不过，事实最终证明运河运输是有利可图的，在随后 20 年时间里，超过 1 500 千米的运河分布在了英国的乡村。

第一家运河公司的初始回报是相当令人满意的，它的股价也上涨了不少。自然而然地，早期投资者创造的利润引起了社会的广泛关注，并开启了一套大家现在所熟悉的流程。大量的资本从轻信的公众手中筹集起来，用于渐增的乡村边缘运河路线的建设。第一家运河公司的股息高达 50%，但随着竞争路线的激增，高额的股息慢慢地消失了。

当资金流动性枯竭时，泡沫就破裂了。在这一特定情况下，由法国革命引起的宽松信贷的消失，使得股票价格走到了崩溃的边缘。到世纪之交的时候，只剩下 20% 的公司在支付股息。

这场开发运河的泡沫，就是这一类泡沫的最初代表，这表明商业运作不仅要提供健全的利润，还要懂得改变，运河泡沫以一种深远且持久的方式造福了社会。虽然运河运输的平均速度只有每小时几千米，但是这已是对速度更慢、更危险、更不可靠的道路运输的一个巨大改进。自从运河运输出现，海上运输就变得更有效率了。例如，从伦敦到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格拉斯哥（Glasqow），乘船旅行通常会比陆地旅行更便宜、更快、更安全，虽然这并不是什么绝对的事情。数以千计的内陆村庄第一次接触到外面的世界，这也永远地改变了英国。

运河开发事件对那些热衷于新技术投资机会的人来说，也是一个教训。如果你已经知道它是一件“确定的事”，你就不会长久地保密，你将会吸引那些能够迅速偿清初期易得利润流的竞争者。

运河事件建立了一种仍用于现代社会的模式，即有变革能力的发明为整个社会带来了长期的进步和繁荣，为之前少数的幸运儿带来了短期利润，同时也为大多数后来的投资者带来了失败与破产。

一个非常赚钱的计时器

运河事件在创新技术的融资方面也建立了另外一种模式：受益的是使用者，而不是创造者。从长远来看，运河运营商们并没有获得与那些使用新运输方式的行业相同的收益，尤其是在新兴繁荣的内陆城镇中已经兴盛的建筑业和制造业。

最好的例子，就是在运河泡沫开始出现时发明出来的一个重要设备：航海计时器。有利可图的海上贸易需要精确的导航，也就是说，海上贸易需要精确的纬度和经度的测量。测定纬度是一个相对容易的工作，在 18 世纪中期时，纬度测定已经经过了数百年的实践，船长只需要一个准确的太阳仰角的正午测量值就可以测定出纬度。

但经度测量是个比较难解决的问题。到了 18 世纪，航海家意识到最有可能成功的方法是设计一个高度精确的计时器。如果一个航海家能够确定当地正午太阳的最大仰角，同时也知道相同时刻伦敦显示的时间，他就能知道自己位于伦敦的东边多远处或西边多远处。

这就需要一个计时器，能够在为期 6 周的海上旅行中，把每一天的把时间误差保持在 1/4 秒内。1761 年，一位技术精湛熟练的技工约翰·哈里森（John Harrison）完成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个惊人的壮举。他的计时器，即所谓的"H4"，直到今天都被认为是一个技术奇迹，这个计时器令人惊讶的程度，就相当于两个半世纪前出现的航天飞机。但关键的问题是：不论是哈里森，还是他的继承人，抑或是他的专业继承人，都没有从这项至关重要的发明中赚到很多钱。事实上，计时器产业并没有真正意义上的投资历史。直到斯沃琪（Swatch）和劳力士（Rolex）出现，这期间没有制造出过比这两个品牌的手表更好的计时工具。但是这项技术的使用者——东印度公司（East India Company）以及英国和荷兰的一些大的贸易公司，都用它创造了无比巨大的财富。这是另一个技术投资基本规则的早期实证：受益最大的是使用者，而不是创造者。

维多利亚女王与首次火车之旅

为什么航海计时器的发明没有带来投资泡沫呢？这是因为航海计时器所产生的影响没有立即显现。但是如果一个技术奇迹不仅可见。还极具革命性，那么它就相当于铁路蒸汽机的发明。在 19 世纪蒸汽机出现前，远程陆上旅行几乎只是有钱人的特权。只有他们才付得起运输公司高昂的车马费，或者如果他们真的有钱，肯定会有属于自己的车厢。即便如此，劣质的道路和无保障的公共安全也使得旅行相当的危险、缓慢和不舒服。

蒸汽机出现后，铁路使陆地旅行变得更便宜、更安全、更快速、更舒适。更重要的是，蒸汽机无疑是最引人注目、最浪漫的。对任何时代的技术发明（或许除了快速帆船）而言，蒸汽机都是极具艺术感染力的。范妮·肯布尔（Fanny Kemble）是当时一位著名的女演员，她在第一次踏上乔治·史蒂芬逊（George Stephenson）发明的火车时，精确地捕捉到了这种情绪。她发现：

> ……我很想轻拍这种发出哼哼叫声的小动物。它以最快速度飞速行驶，每小时 56 千米，比鸟飞得还要快。你无法想象那种切开空气的感觉，行驶过程非常平稳。我可以读或写，起身时我的帽子被迎面的风吹了下来。当我闭上眼，这种飞翔的感觉令人感到难以形容的愉快和陌生。但奇怪的是，我有一种极强的安全感，并且没有丝毫恐惧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时民众对乘坐火车的感觉，对于现代读者来说是难以想象的，就像是将喷气式飞机、个人电脑、互联网和现煮咖啡带来的愉悦感和惊奇感合而为一。第一条蒸汽线路于1825年在达灵顿（Darlington）和斯托克顿（Stockton）之间开设，到了1831年，利物浦和曼彻斯特之间的线路开始发放稳定的红利，股价也迅速上涨。这种兴奋感为铁路股票带去了牛市，之后，在1837年的危机中，铁路公司的股票价格急剧下跌。

第二次股票投资狂热，是紧随维多利亚女王于1842年进行的首次火车之旅发生的。她的这次旅行点燃了大家对铁路旅行的热情，连现代科技爱好者也很难彻底了解其中的奥妙。和今天大家所说的“互联网时代”一样，在19世纪40年代，“铁路时代”就是惯用的表达方式。人们首次开始用小时和分钟，而不是天数和公里来谈论距离。人们经常谈论“依靠蒸汽机不断提高速度”。

1845年年初，政府计划修建16条铁路线路并给予50家新公司特许经营权。这些获准发行股票的公司通常承诺的股利是10%，其董事会成员一般由贵族构成，他们在私底下获得了大量的贿赂股票。杂志和报纸也大肆宣传铁路运输，铁路公司花了上千英镑用于广告宣传，好让广大的投资者选择购买这些新成立公司的股票。新计划修建的铁路长达8 000公里，与此前已有的铁路相比，规模扩大了4倍。

到1845年夏末的时候，已有的股票价格增加了500%，至少有450家公司新发行了股票。在全球范围内，从孟加拉到圭亚那，很多国家的铁路线路修建也被列进计划之中。仅在爱尔兰，就计划新修建超过100条的铁路。在铁路泡沫的后期，铁路修建计划无处不在，基本上所有的小镇都通了铁路。在这里，明斯基所说的“位移”体现得淋漓尽致。信贷是非常充足的：在19世纪40年代，捐助代替了购买，在这个过程中，投资者只需要按照购买价格的一小部分进行“捐助”，当需要建筑资本时，投资者必须将剩余的部分补齐。和其他泡沫一样，信贷的突然收紧是刺破泡沫的导火索。1845年，为了满足正在修建的铁路需要，投资者不得不卖出手中的股票以凑足所欠的资本。到1845年10月中旬的时候，几乎所有人都遇到了这种情况。为了描述当时的惨况，伦敦《金融时报》发明了“泡沫”（bubble）这个专业金融术语：“一个庞大的金融泡沫就这样在我们眼前破灭了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在接下来的几年时间里，流动性的大幅紧缩在英国金融体系中快速蔓延，甚至连英格兰银行也不能幸免。英国永久性国债也受到了影响，唯独黄金才是真正的避风港湾。

直到去年，舆论还普遍认为我们所遭遇的科技泡沫，并不是真正意义上的泡沫。然而在 1845 年夏季，稍微有点智商的人都明白，铁路公司的股票将会跌得非常惨。媒体也大肆渲染这些股票表现将会如何糟糕，甚至连首相罗伯特·皮尔（Robert Peel）都告诫说："铁路投机泡沫对我们的直接影响看起来是很难对付的。唯一的问题是公众的注意力能否通过媒体的作用，从迫在眉睫的危险中转移到其他领域。"总之，英国最聪明的首相大人竭尽自己所能来应对困境，甚至在议会中高喊这是"非理性的快乐"。

美国在内战结束后也同样陷入铁路投机泡沫中。不过，即使考虑到铁路周期性破产和信贷公司丑闻（联合太平洋铁路运输公司 [Union Pacific Railroad Company] 在成立过程中对现有公司的掠夺，不同于最近发生的安然公司 [Enron Corporation] 丑闻），美国的情况也要比英国的情况好很多。这是因为美国的公司主要是通过债券融资的，债券没有股票那么容易引发泡沫。

尽管如此，美国铁路公司的经历也是非常有参考价值和建设意义的。一方面，铁路运输与运河运输的过度竞争（在相同线路上的比拼）使得这些公司大面积破产，投资者的回报率也因此非常低。另一方面，铁路快速发展带来的社会效益是无法衡量的，它极大地促进了美国西部大陆的开拓与发展。铁路给商人、建筑者，特别是诸如奥马哈（Omaha）、萨克拉曼多（Sacramento）等地的房地产经纪人带来了非常丰厚的金融回报，并且让很多小镇紧密地连在一起，形成了今天的芝加哥。

"华尔街的完败"

1929 年 10 月 30 日，一个星期二的早上，美国娱乐报纸《品种周刊》（*Variety*）的头版头条显得特别俏皮活泼。然而，美国金融历史上历时最长久、带来的伤痛最深刻的股票市场崩盘才刚刚拉开了大幕。事实上，在崩盘发生后，市场很快就出现了反弹，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大减轻了崩盘带来的伤害。到 1930 年年初的时候，市场已经回到了 1929 年崩盘前的高点。然而，在接下来的两年时间里，市场再次无情下跌，而且这次下跌更加猛烈，很多股票的价格跌到原来价格的零头，实体经济也因此遭受了严重的创伤。

出现股票价格泡沫的历史再次重演。20 世纪初期的技术革新速度极快，仅次于拿破仑时期的技术发展速度。飞机、汽车、收音机、发电机和各种电力设备，以及其中最重要的爱迪生发明的灯泡，都在这几十年时间里发展起来。于是，由于信贷的无节制扩张引发的投资的狂潮又一次上演了。

具有讽刺意义的是，如果非要将责任推给某个人的话，温斯顿·丘吉尔可能需要对此负责，作为当时英国的财政部长，他重申了金本位制度的重要性，并将战后每英镑的价值规定为 4.86 美元。由于英国在一战期间经历了严重的通货膨胀，因此，英磅价值被高估了不少，这使得英国的商品在国外的价格比较昂贵，而外国的同类型商品价格则便宜一些。这导致了英国在总体上处于贸易不平衡的状态，财政部的黄金大量外流。传统的解决贸易不平衡的方法，是让贸易伙伴降低利率，因为利率的下调会使在贸易伙伴国投资变得不再具有吸引力，大量的资金就会回流到国内，问题就能得到顺利解决。

不幸的是，尽管美国的利率水平也很低，它还是很容易就借到了资金。1927 年，美国正处于经济繁荣期，它最不想做的事情就是按照英国要求的低利率水平放松信贷。很多美国的金融监管部门意识到这并不是好主意，但遗憾的是，当时的美联储主席本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）和英格兰银行行长蒙塔古·诺曼（Montagu Norman）是非常要好的朋友。控制美联储的斯特朗以自己的方式，让美国利率处于非常低的水平。这相当于火上浇油。

这同时也是历史上第三次泡沫经济的组成部分之一。自从上一次的铁路泡沫破灭后，又过去了一代人以上的时间，并没有多少人还记得上一次泡沫带来的教训，没有任何提前警告，经济直接走向了泡沫的悬崖边。与此同时，上百万的普通民众作为最后的力量也参与了进来，他们完全无视资产估值的基本原则，在眼红自己的亲朋好友和邻居们不费吹灰之力就获得了巨额利润的时候，全身心地冲进了市场。他们的钱最后都集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中在几万名专业人士的手中，这些人本应该更清楚地了解这个市场。在随后的两年半时间里，股票价格上涨了 150%。

在历史上所有著名的泡沫中，20 世纪 20 年代的牛市是最具有“理性”特征的。1920—1929 年，真实的 GDP 增长了约 50%，这或许印证了乐观主义者的预言：由科学技术进步来开启一个“全新”的时代。更进一步，以今天的标准来看，当时的股票价格是相当低的。直到 1928 年，它们的价格水平只是收益的 10 倍左右，股息收益率大约为 5%。即使是在高峰阶段，也就是 1929 年夏季的时候，股票价格也仅为收益的 20 倍，股息收益率才下降到 3%。当然，以今天的标准来看，这个水平还是很合理的。

我们在回顾的时候，才意识到 20 世纪 20 年代的大牛市其实也是一场泡沫。否则，我们怎么解释股票价格下跌幅度高达 90%？当然，的确有很多个股的价格明显过高，这一部分是因为投机，另一部分是因为欺诈。不过，20 世纪 20 年代的泡沫与其他几次泡沫相比，更容易让大家接受。

那个时代最显著的特征是股票池。股票池由许多非常富有的投机者构成，他们随后又成为了交易所的特定交易员（为所选择的股票提供交易服务的场内交易员），正是他们推高了股票价格。他们在股票价格比较低的时候慢慢收集筹码，然后按照特定的方式撮合双方的交易，从而在不断增加成交量的过程中使得股票价格上下波动。由于这种人为的交易活动在老式的股票价格收报机中经常出现，投资公众对此非常小心，认为股票价格“被人为控制着”。只要执行得当，股票价格就会在最高点被公众以投机的方式购买，而此时做市商们则“拔开塞子”，大肆出货。

合理地构建股票池是一门对技术要求很高的艺术，这方面做得最成功的人是约瑟夫·肯尼迪（Joseph P. Kennedy）。他天赋异禀，多年后出任美国证监会第一任主席。关于对他的任命，罗斯福总统用这样一句名言来形容：“只有贼才能抓住贼。”

事实上，直到 1934 年，随着《证券法》（*the Securities Act*）的通过，美国成立了证监会，股票池的做法才被认为是合法的。最著名的股票池事件的主角是美国广播公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（American Broadcasting Corporation，简称 ABC），当时被简称为“广播公司”。广播公司股票池的参与者在当今的读者看来仍然是非常有名的：沃尔特·克莱斯勒（Walter Chrysler），美国钢铁业重量级人物查尔斯·施瓦布（Charles Schwab），ABC 创立者及总裁夫人大卫·萨尔诺夫女士（David Sarnoff），珀西·洛克菲勒（Percy Rochefeller），威尔逊总统前顾问约瑟夫·塔马尔蒂（Joseph Tumulty），以及民主党全国委员会主席约翰·拉斯科布。

20 世纪 20 年代另外一个独特的机构是“投资信托”。与今天的共同基金类似，该机构由专业的管理人员管理规模庞大的投资组合，这些投资组合的资产主要是股票和债券。它们与共同基金最大的不同，就在于这些投资信托本身也可以被当作股票进行交易，为中小投资者提供了一种享受专业人士管理投资组合的方法。在很多方面，它与今天的封闭式基金是完全相同的，投资信托发展到今天，只有少量的机构还存续（诸如一般美国投资者、Tri-Continental 公司、亚当斯快递和中央证券等代表）。事实上，在英国和苏格兰地区，投资信托在金融领域已经存在了几十年时间，它让那些只有几十英镑投资金额的散户们可以在非常广泛的范围内进行投资。

最开始的时候，这些投资信托的运作还是十分保守的，不过，随着 20 世纪 20 年代股票市场的不断飙升，它们也开始使用个人投资者常用的保证金交易方式借入资金进行交易。这些“杠杆信托”将会放大个股价格细小变动对信托价格变动的影响。

高盛公司直到 1928 年才进入信托业务领域，成立了规模高达 1 亿美元的高盛交易公司。两个月后的 1929 年 2 月，这家交易公司跟金融和工业证券公司（the Financial and Industrial Securities Corporation）合并了，这两家公司的母公司同为高盛集团。多年之后，合并后的信托公司被其管理部门两次出售。

大多数证券公司对当时的市场表现感到非常高兴，高盛公司则开始积极行动起来。合并后信托公司开始买卖自己的股票，不断推高自己股票的内在价值，这让公众对手里不断膨胀的股票价格有了更多的信心。著名的通用汽车公司前官员，威廉·克拉波·杜兰特（William Crapo Durant）是一位类似拉斯科布先生的人物，他在这场欺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诈案中发挥着非常重要的作用。交易公司自己成立了另外一家信托公司：谢南多厄公司（the Shenandoah Corporation）。25 天后，谢南多厄公司又成立了蓝岭公司（Blue Ridge Corporation）。这两家新成立公司的董事会里都有一位名叫约翰·福斯特·杜勒斯（John Foster Dulles）的董事，他是一个非常年轻的律师（约翰·肯尼思·加尔布雷思 [John Kenneth Galbraith，美国经济学家] 在 1954 年的大危机中，无法掩饰自己对杜勒斯过去鲁莽行为的幸灾乐祸，当时的杜勒斯是具有保守主义倾向的国务卿）。在 8 月份的时候，交易公司发行了巨额的西部海岸信托计划。

当然，高盛行动的时机差的不能再差：黑色星期四刚刚过去没几周时间。与它们成立时的购买情形相反，大量的赎回使得很多信托公司破产，并且引起了一系列的连锁反应：首先是蓝岭，然后是谢南多厄，最后是交易公司。谢南多厄信托在成立初期的交易价格是 36 美元，10 月份时跌到了 3 美元，到 1932 年的时候，竟然跌到只剩 50 美分。

1929 年的股市崩盘以及随后的市场走势，让整整一代美国投资者都受到了不小的心理创伤，更让他们以非常昂贵的学费学习到了资本价值的费雪原则。一代人牺牲了，新的金融投机种子又会再次种下、发芽，引发一场新的危机。

不断发展的市场和俏皮的 20 世纪 50 年代

1960—1972 年发生的投机事件，跟金融史上其他任何一次投机都不一样：不只是一个泡沫，而是三个不同的泡沫。一个泡沫很快破灭，紧接着第二个泡沫又开始膨胀。随着股票市场在 20 世纪 70 年代的大幅上扬，越来越多的投资者买入了许多被认为是安全避风港的大盘成长型股票，不过很遗憾，这些股票最终在 1973—1974 年的熊市中大幅下跌。

第一次投机的狂热起始于 20 世纪 50 年代末，这个时候离 1929 年又过去了正好 30 年的时间。在这过去的 30 年时间里，谨慎的投资者们都只选择投资债券而避免购买任何普通股股票。于是，华尔街的投机传统像美妙的华尔兹舞步那样，以另外一种方式展示在我们面前，投机又重新抬头了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一次，明斯基的“位移”是围绕空间展开的，这些公司的名字在今天看来都很过时，甚至有些好笑：电子声学，水空间技术，电路技术，甚至是超音波学能源公司（尽管这些公司名字跟今天的“点 COM”公司名字类似，不过在几十年前，还是显得很另类的）。这些公司的 IPO 可以用壮观来形容，首日上市后，股价都会迎来 50%~100% 的涨幅，当投资者们意识到在未来可预见的时间里，公司的盈利不可能支撑这么高的股价时，这些公司的股价便开始极速下跌。这次市场投机只是股票市场上很小的一个部分，其重要意义主要体现在娱乐价值上（除非你很“幸运”，正好一直持有这些公司的股票）。

更为严重情形是随之而来的疯狂并购浪潮，这让很多国家有生产创造力的资产都变成了效率低下且规模庞大的企业集团。在 1890 年通过的《谢尔曼反托拉斯法》（*Sherman Antitrust Act*）颁布后的 100 年里，该法案使得美国公司在不惹怒美国政府的前提下，寻找一切方法实现规模经济。由于在同一行业内的公司并购受到严格的限制，各大公司开始寻求新的并购模式，即企业集团——实现跨行业并购。

接下来的发展完全出乎所有人的意料。企业集团的出现提升了公司的投资价值，因为并购会大幅度地提高整体的盈利能力，而这些公司用借助高股价融到的资金并购了更多的公司。随着越来越多的公司被并购，这些公司的盈利全部进入了企业集团的资产负债表中。天真的投资者被不断上升的公司盈利所蒙蔽，错误地认为这是产能的提升。价格泡泡越吹越大，使得企业集团有足够多的钱去收购更多的公司。在这些光环掩盖下的普通的产业特征被描述成这样的行话：锌冶炼厂变成了“矿业集团的子公司”，造船厂变成了“海军系统的一份子”，肉类加工厂变成了“营养服务产业的一部分”。

从较高的角度来看，最大的四个企业集团是 ATO、利顿（Litton）、特利丹（Teledyne）和德事隆（Textron），它们的股票价格是其盈利能力的 25~56 倍。对于这些大企业集团而言，最根本的收益是各种各样的人才。在 1968 年，当利顿公司宣布盈利并不是那么理想时，投机行为戛然而止，投机泡沫开始破灭，四大企业集团的股票价格跌幅都超过了 60%。

更坏的情况接踵而来。并购规模的不断扩张，必然会达到这样的一个平衡点：在这个点时，规模效益达到最高，超过这个点，并购带来的负面官僚弊端就会开始显现。即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使是那些能够获得最多规模经济行业的公司（例如飞机和汽车制造行业），当它们成长太快规模太大的时候，还是自食恶果，比如克莱斯勒公司。而在有些行业，例如医疗看护行业，最佳的公司规模是非常小的（或许上百名员工就能够达到最优），这是众多健保组织（Health Maintenance Organization）公司执行官和股东们的新近意识到的现实结果。

于是，到了 20 世纪 60 年代中期，美国公司发现自己并没有充分享受到跨行业并购带来的收益，反而出现了盈利能力的快速下滑。[①] 到了 20 世纪 70 年代，投资者们也意识到了这个问题。他们对不同寻常的科技公司感到厌烦了，而机构投资者们虽然能够很好地进行资产分配，却无法很好地经营他们所依赖的、能够带来盈利的公司。他们希望投资那些安全、稳定和表现突出的公司，这些公司在行业内占据绝对的统治地位，而且证明了自己未来还有更为广阔的成长空间。

因此，“一次性决定股票”诞生了：买入股票，然后忘记它，一直持有到永远。投资者最喜欢购买那些大盘蓝筹股：IBM、施乐公司（Xerox）、雅芳、德州仪器（Texas Instruments）、宝丽来，这些公司早在 20 世纪 70 年代就受到了大家的欢迎。即使是在平时，这些公司的股票也并不便宜：其股票价格是公司每股盈利的 20~25 倍。然而，这并不是正常的倍数。1972 年，麦当劳和迪士尼公司的市盈率就超过了 70 倍，而当时宝丽来的市盈率更高达 100 倍。

由 50 种股票构成的这一类别的股票价格是其盈利的 42 倍。42 倍的市盈率意味着什么呢？相同的计算流程我们在表 2—3 中已经演示过，我们发现，如果股票价格每年上升 11%（例如，达到市场的平均收益率），那么在接下来的 10 年时间里，公司每年的盈利必须增长 20%。放在今天，对很多公司来讲，要实现这一目标仍然是不容易的。对那些在整个国家范围内规模最庞大的公司来说，要做到这一点几乎不可能。正如你在

① 噩梦在 20 世纪 80 年代通过杠杆收购，以另外一种相反的姿态上演，在这个过程中，之前被并购的企业由于过度运用难以保证的债务进行经营，而让自己陷入困境中，广大的投资者们很快就明白了“垃圾债券”意味着什么。为了吸引投资者的眼球，这些公司冒险经营，最终以失败而告终，我们将会在第 11 章对此做更详细描述。这种行为不仅伤害了广大个人投资者的利益，也大大损害了银行和保险公司的利益，因为银行和保险公司持有了这些公司发行的、规模庞大的违约债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 2—4 中看到的那样，从长期来看，公司收益和股息的年增长率仅为 5%。

基本上所有公司最后的结果都是令人失望的，有一些情况甚至更糟糕。这样的结果对股票投资人来说，是很难接受的。

杰里米·西格尔教授做出这样的判断：俏皮的 20 世纪 50 年代从长期投资来看并不是很坏的时期，因为 50 年代的长期收益率基本上跟市场平均收益率相当。随着时代的发展，这一结论得到了证实。唯一的麻烦，是绝大多数股票的价值最后都下跌了 70%~90%，很多公司股票的价格再也回不到原来的位置。收益率仅为市场平均水平，所承担的风险却高于市场平均水平，碰到这样的投资组合并不是什么幸运的事情。只有非常少的原始股票持有人能够很平静地一直持有这样的投资组合。

俏皮的 20 世纪 50 年代同时也佐证了另外一个真理。我们所列的最被公众认可的七家科技公司：IBM、德州仪器、安普（AMP）、施乐、宝来公司（Burroughs）、DEC 公司（Digital Equipment Corporation）和宝丽来，它们的真实收益率其实很差劲。从 1972 年开始的 25 年时间里，它们的年收益率仅为 6.4%，而市盈率最低的 25 家公司构成的股票组合的年收益率，与标准普尔 500 指数的年收益率分别为 14.4% 和 12.9%。这些“最便宜”的公司都是消费类公司，比如菲利普莫里斯（Philip Morris Intemational Inc）、吉列公司和可乐公司，通常它们的市盈率在 25~40 倍。它们并没有带来划时代的技术，却充分享受了这些高科技带来的优势。历史再一次向我们证明：享受科技带来的益处的并不是科技制造者，而是科技的使用者。

雅虎公司

小小地忏悔一下。我一直都没有想好这个公司名字放在哪一部分来写是最合适的。它像一个感叹词那样，代表这个时代科技和经济辉煌吗？或者，它仅仅是一个名词，只能用来描述拥有这家公司股权的股东们？

由于这段让人感到悲伤的投资历史记录并不是非常清晰完整，你不得不忍受我支离破碎的描写。不过，有些关于互联网泡沫的事情倒是比较确定。首先，在过去的几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年时间里，我们所有人都享受了不正常的历史特权，这与 1906 年的旧金山大地震不一样。我清楚地记得，自己第一次阅读麦基（Mackay）的《非同寻常的大众幻想与全民疯狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）时的困惑。这本书详细描述了荷兰郁金香泡沫、南海公司泡沫和密西西比公司泡沫。我当时很好奇，生活在那样一个疯狂的年代是什么样呢？现在，你和我都清楚了。17 世纪和 18 世纪的潜水公司和泡沫公司都有实体机构经营，但股票价格却被推得如此之高。如果不是亲自见证了这些泡沫的破灭，我们真的很难理解人性的本质是什么。

2000 年 4 月的那期晨星公司股票报告在我的写作过程中起了重要作用，我的注意力不时地在这些公司名称上打转：特拉网络公司（Terra Networks），市盈率高达 1 200 倍； Akamai 公司，市盈率 3 700 倍；Telocity 公司，市盈率 5 200 倍。没有一家公司是盈利的。人们到底是怎么想的？

我始终都很感兴趣的公司是互联网资本集团（Internet Capital Group）。1999 年 8 月 5 日，它发行上市的价格是每股 6 美元，后来价格一度涨到 212 美元，在猛烈震荡后，这只股票跌回发行价。说真的，没有什么不正常！所有这些像被施了妖法的价格浮动，都是 20 世纪 20 年代杠杆投资信托留下的后遗症：操控的公司虽然规模很小，而且都是私人的，但是却是在最广袤的、最不清晰的互联网上运转，这种模式是企业对企业（business-to-business，简称 B2B）。只要美国证监会允许，企业可以像其他实体公司那样发行债券。蛋糕不断被做大，当它们被出售时，出售时的价格可以是其价值的十倍。因此，它们控制的不仅仅是那些小公司，它们的价值是所控制公司的十倍以上。

所有的要素再一次被“集齐”了：首先，明斯基的“位移”以另外一种革命性发明展现出来。其次，美联储提供的流动性足够充裕。再次，距离上一次危机又过去了 30 年左右。最后，人们又一次愉快地忘记了费雪教授提出的贴现模型。

这些金融领域里发生的各种泡沫故事，从潜水公司泡沫到“点 COM”公司泡沫，并不仅仅是供人消遣的奇闻逸事，它们同样也应该让所有投资者引以为戒。市场投机始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终存在，一些古老而又正确的规律似乎被人们抛到了脑后。我们要学会辨别这些信号：科技或金融的“位移”，信用的过度使用，对上一次泡沫的遗忘，以及成长起来的新一代投资者。在投资的时候，虽然做的是相同的事情，但是投资者们总是会忽视曾经的泡沫留下的教训。

当这一切发生时，紧紧握住你的钱包，一定要牢记约翰·邓普顿（John Templeton）的那句名言：

“英语里面‘最贵’的四个单词是 This time, it’s different（这一次，情况会有所不同）。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

06 市场触底，痛苦与机遇并存

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

我不得不承认，上一章内容写得有些隐讳。只有当泡沫破灭的时候，你才知道原来那就是泡沫，20 世纪 20 年代发生的事情尤其如此。从 1920 年 1 月到 1929 年 9 月，市场年总体收益率（包括股息收益）达到了惊人的 20%。正如白天过后是黑夜，繁荣过后不就是萧条吗？事实确实如此，市场如此迅速的上涨凭借的是经济基本面的有力支撑，它为股市上涨提供了坚实的基础。进一步深入分析后，我们发现，将近 20% 的年收益率水平也发生在其他几个跨度为 10 年的时间段：1942—1952 年，1949—1959 年，1982—1992 年。然而，这些年份的收益率增长，并没有必然引发市场的崩盘。

正是因为市场会周期性地经历狂热和价值总体高估，所以，它们也会有规律地迎来无法理解的下跌。正如投资者必须理性地处理各种非理性的上涨一样，他们也必须应对市场的过度下跌。互联网泡沫肯定不是最后一次泡沫，但是，如果我们重视历史留下的经验教训，就不应该对此熟视无睹，不应该让 2030 年左右可能出现的另一次泡沫危机，对新一代的投资者造成过多的伤害和冲击。如果当代投资者再次经历熊市的洗礼，我们会对此感到非常失望，因为上一代投资者竟然被市场愚弄了两次。然而，事实就是如此，总是期待市场不断上涨的投资者们，向我们充分展示了他们在受骗方面不同寻常的天赋，这样的事情一直在发生。

对于长期投资者来说，更直接相关的事情，是他们可能会在相当长的一段时间里，面临低收益率和过度悲观的情形。我们在第 2 章介绍用戈登模型来预测股票收益率的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，对这方面的情况做了比较详细的说明。从更深层次来看，数学上显而易见的一个现象，是过去的高收益率肯定会降低未来的收益率水平。总的来说，买卖价格太高并不是一件好事情。如果预期收益率比较低，那么，根据统计规律，未来出现严重下滑的概率就比较大。换句话说，如果我们预期未来的收益率是6%而不是11%，方差相同情况下，未来更低的收益率会让不好的年份的情况变得更加糟糕。

从长期来看，风险和收益是完全成比例的，遗憾的是，即使是最聪明的投资者也经常忽视这一点。乐观主义者会提出，30年期的股票收益率不可能会低于债券收益率。这个判断是源于股票的年收益率平均高于债券收益率6个百分点。长期安全稳定的投资组合由较高收益率的股票与较低收益率的债券组成，股票的收益率部分来源于5%的股息率，而债券的收益率较低主要是因为未预测的通货膨胀率，这些影响因素在未来都不会出现。如果股票的预期收益率只比债券高出1%或者2%，那么，由于存在随机波动性，在30年的时间里，股票收益率高于债券收益率就不是一件完全确定的事情了。

即使股票收益率能维持在比债券收益率高6%的水平（在我看来，这是一个极不容易出现的情况），从长期来看，它们仍然比安全类资产的收益率要高，1966—1983年的情况就是如此，股票收益率要高于国库券收益率和通货膨胀率。设想一下17年间股票的真实收益率为零是一种什么样的情况。

本章的内容比较少，但我们需要做的是了解一下在这样特殊时期里，我们应该如何生活和投资。除非你在1966年积极投资于股票，否则你投资的收益将会与投资一段长达40公里的劣质公路带来的收益相当。即使你犹豫不决，投资失利带来的伤害也不会持续很久。

尽管在上一章介绍过，每一次泡沫破灭后都紧跟着一个超级大熊市，我们也只能了解其中的部分情况，而不是所有的结果。我们将会按照通常的方式处理和对待这些痛苦的时刻，探究它们发生的原因。我们甚至会设计一套“反向明斯基标准”，这套标准是我们想要了解的泡沫的最准确的反映。另外我们还会介绍在这些特殊的时期里，社会和法律层面的反应与动作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股票已死”

《商业周刊》的读者们对 1979 年 8 月份那篇封面文章《股票已死》(*The Death Equities*)印象深刻，很少有人不相信这篇文章的观点是正确的。1973 年 1 月份的时候，道琼斯工业平均指数还在 1 000 点徘徊，而 6 年半之后，该指数跌到了 875 点。更糟糕的是，当时的通货膨胀率高达 9%。1973 年投到股票市场的 1 美元现在只能购买 71 美分的商品，这还是考虑了股息再投资后的水平。借用麦格劳 – 希尔（McGraw-Hill）的悲观论调，我将这种不正常的市场触底描述为下面这种状态：

> 投资大众们很早以前就将投资从股票转到其他更高收益率、且能获得通货膨胀保护的投资产品上。现在，连市场上最后的一丝希望——养老金也悲观地放弃了股票和债券转而投资不动产、期货、黄金，甚至钻石珠宝。“股票已死”的情况看起来将会是一个持续很久的状态——尽管在未来的某一天会发生逆转，不过，至少在近期不会。

与今天的投资思维模式相比，这种情绪上的反差不会如此分散。珠宝、黄金和不动产的价值大多数时候都比较确定。黄金的价格 1968 年时是每克 1.25 美元，而到了 1979 年每克的价格超过了 17.85 美元，在接下来的 1980 年，其价格最高超过了每克 28.57 美元。正如今天我们所看到的那样，我们身边的邻居在股票市场上都发了大财，早在 20 多年前，他们就非常聪明和幸运地购买了房子，而且当时的抵押贷款率才 6%，到了 1980 年，他们就坐拥巨额财富，而不只是做做发财的白日梦。他们发财靠的是股票和债券吗？传统的智慧对这些“纸面资产”表示出鄙夷。有文章如此写道：

> 自 1970 年以来，至少有 700 万的投资者从股票市场上撤退，将股票全部抛给了那些巨型机构投资者。而现在，这些机构投资者已经开始将这些股票卖出换成现金，或者将债券加入他们的投资组合。如果这些控制整个国家财富的机构投资者们现在从股票市场和债券市场上撤退，就意味着美国经济将会遭到严重的创伤。所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）的高级合伙人之一的罗伯特·所罗门（Robert S. Salomon）这样说道：“我们正在冒这样的风险，将世界财富的大部分变成少部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的私有财产。”

这一段摘录指出了一个非常有趣的现象。在20世纪60年代后期，超过30%的家庭都持有股票。但是到了20世纪70年代和80年代早期的时候，持有股票的家庭数量仅为15%。现在这个比重又开始上涨，最初它的涨幅比较小，随着股票市场不断高涨，行情越来越火爆，持有股票的家庭的数量的增长速度也越来越快。当前，超过50%的家庭都持有股票。

接下来，投资股票是一项明智的选择这一观点，将会受到挑战：

> 当股票市场重新回到上涨趋势的时候，“股票已死”这一观点不再被市场所接受，虽然这一观点曾经很流行，但它不得不面临新的检验。市场上涨已经持续了10多年之久，经历了经济周期性萧条、复苏和繁荣。问题是现在愿意持有股票的股东与20世纪70年代相比，数量上将近少700万，特别是年轻的投资者都不愿意买入股票。1970—1975年，每个年龄层的投资者数量都在下降，但有一个年龄层除外：65周岁以及以上的个人投资者。尽管65周岁以下的投资者数量下降了约25%，但65周岁以上的投资者数量反而上升了30%。只有那些还没有真正了解美国金融市场上发生的变化的老年投资者，或者是不能随着市场环境变化而调整自己投资行为的投资者，仍然坚持购买股票。

在看完本章的内容后，你应该有能力理解这些文字反映出来的、具有讽刺意味的现象。那些在1979年还坚持持有股票的老年投资者们真的是因为粗心或者老眼昏花才这么做吗？绝对不是！**他们只是记得要用传统的标准去估算股票的价值，而这些标准告诉他们，股票的价格实在是很低。他们拥有丰富的经验，而这些经验告诉他们，紧跟大熊市的就是波澜壮阔的大牛市**。很少还有人能够记得1932年大熊市时市场下跌的程度，尽管我们所熟悉的资本主义体系看上去受到了严重的挑战和威胁，但股票的股息收益率仍然达到了近10%的水平。

与此相反的新一代的市场现象发生在2001年。互联网泡沫的破灭给年轻人带来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲击和影响远比老年人严重。1979 年的相关文章对年轻人受到的伤害，以侮辱性言语作为结尾：

> 今天，坚定地购买股票使其成为个人储蓄和退休的基石——这样的古老传统消失得无影无踪。一位年轻的美国执行官这样说道："你出席过最新召开的美国股东大会了吗？参加的都是些守旧者，股票市场才不是我们应该待的地方。"

这段文字的关键不仅是它指出了市场可能会走向极端，还向我们揭示了其他几个更重要的观点。首先，过度地受到最近 10 年，甚至是 20 年收益率的影响是人的天性。正如我们很难想象今天贵金属、新兴市场和环太平洋地区股票市场值得投资一样，在 1979 年，美国股票市场是很难让人相信它是值得投资的。

其次，当某些特定类别资产的近期收益率变得非常高或者非常低的时候，如果你专注于观察长期序列数据就会发现，这并不是最近才出现的现象。例如，如果《商业周刊》上的文章作者对历史数据展开研究，他将会发现 1900—1979 年的名义股票收益率会高出通货膨胀率 6 个百分点。

再次，为自己着想，你也应该学会如何预测收益率。当我在写这本书的时候，股票的收益率超过了 5%，而且真实收益率还在以每年 2% 的水平持续上升。任何人都能够根据这两个数字计算出预期收益率为 7%。由于从熊市中恢复带来的额外价值增长，真实的收益率水平应该是 11%。

最后，不要低估勇气的力量，尤其是按照自己的理念去操作的勇气。正如我前面提到的那样，人是社会性动物，买卖资产需要的坚毅果敢往往会超出投资者们所能承受的范围。不过，一旦你能够轻松地对待这一切，你得到的回报也会是非常丰厚的。

本杰明·格雷厄姆骑虎难下

在 20 世纪 20 年代以及之后的时间里，本杰明·格雷厄姆感到相当的困惑。为什么会出现这么多、这么大的失误，而且这些失误可以持续这么久？为什么理性投资者在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样巨大的灾难发生之后，还一直购买股票？投资者在进行选择的时候，是以什么标准来衡量的呢？答案是格雷厄姆的著作——《证券分析》(*Security Analysis*)，这是一本出版于大萧条时期，内容非常翔实、十分精彩的大部头。①在书中，格雷厄姆把重点放在之前的投资到底错在哪里、一个理性的投资者在未来又应该怎样买卖股票和债券上。直到今天，这本书仍然被认为是一本经典的著作。

在《证券分析》出版时，投资大众几乎完全放弃了股票投资。那时，大多数投资者都同意主流经济学家劳伦斯·张伯伦（Lawrence Chamberlain）的观点。在劳伦斯·张伯伦的畅销书《投资和投机》(*Investment and Speculation*）中，他直截了当地指出只有债券才是适合投资的。这一观念持续了近30年的时间。1940年，联邦储备委员会做了一个调查，发现90%的公众表达了他们反对购买普通股的观点。

格雷厄姆，正如他一贯坚持的那样，做事总是追寻根源。那什么是投资呢？

> 投资活动就是在详细的分析之后，承诺保证本金的安全和适当的回报的行为，凡是不符合这些要求的都属于投机的行为。

那格雷厄姆能够在1934年找到适合投资的股票吗？答案是肯定的。格雷厄姆介绍了一种精妙的、与道德无关的相对性方法进行投资：没有绝对的“好股票”或者“坏股票”之分。在如果一只股票的价格太高，即使是最好的公司，这也是在投机；而如果一只股票的价格足够低，即使是最差的公司，这一投资也是值得的。

格雷厄姆建议即使是最保守的投资者，在其投资组合中也至少应该持有25%的普通股，而最激进的投资者，在其投资组合中持有普通股的比重也不要超过75%。这意味着普通投资者应该持有一半的股票和一半的债券。尽管按今天的标准来看，这显得有些保守，但是在大萧条时期，任何购买股票的建议都会让人感到非常惊讶。

1932年的股票市场是什么样子的呢？当时的股票价格低到使得股息收益率高达10%，并且在6%以上的水平维持了10多年之久。几乎整个股票市场的股价都低于

① 《证券分析》(原书第6版）中文版已由湛庐文化策划，中国人民大学出版社出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的面值（粗略地估计是它们资产的总价值），1/3 的股票售价不足它们股票面值的 1/10！而今天，标准普尔 500 指数的股票价格是它面值的 6 倍。总而言之，即使处于这样的低价水平，我们也不应该放弃股票。在当时，任何以这么低的价格购买股票的人都会被认为是疯子。

“俏皮的 20 世纪 50 年代”带来的后果与 1973—1974 年的熊市具有相同的启发意义。到 1974 年年底，股票平均的价格是其收益的 7 倍，而 1/3 的公司股票价格比它收益的 5 倍还要低。即便是那些在“俏皮的 20 世纪 50 年代”表现出勃勃生机的公司（被称为美国工业皇冠上的宝石），它们的股票价格也都非常低。以麦当劳公司为例，其 1972 年的股价对应的市盈率是 83 倍，而到了 1980 年，你却可以以 8 倍市盈率的价格购买它的股票。在同一时期，迪士尼的市盈率从 76 倍跌到了 11 倍，宝丽来从 90 倍跌到了 16 倍，惠普从 65 倍跌到了 18 倍。

在如此糟糕的环境中获得的收益却是出人意料的高。从 1932 年市场触底开始算起的 20 年时间里，市场年平均收益率高达 15.4%；而在从 1974 年市场触底开始算起的 20 年时间里，市场年平均收益率为 15.1%。

早期市场泡沫破灭之后，有关市场收益率的情况，我们没有掌握精确的数据，但是毫无疑问，市场的表现充满着戏剧性。以南海公司股票为例，其股价与最高点相比，下跌幅度约为 85%。尽管其他上市公司没有经受如此重创，但股票价格跌幅仍然是明显的。东印度公司的股票价格下跌了大约 60%，英格兰银行的股票价格下跌了 40%。英国铁路公司和运河公司的股价，在随后的市场崩盘中跌幅更大。

市场崩盘产生的社会影响每一次都有所不同。当然，偶尔也许会出现一些“意外”，用卡特总统并不是很恰当的话来说，一方面，1973—1974 年的市场下跌对美国产生了相对较小的长期影响。另一方面，美国联邦储备委员会在流动性紧缩上犯的错误，使得 1929 年的市场崩盘的影响被放大，从而导致经济大萧条，这在精神上也影响了这个民族数十年之久。

1845 年铁路公司股票的崩溃同样是灾难性的，全球经济大萧条几乎冲垮了英格兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行，只有硬通货保住了价值。受铁路狂热影响最大和冲击时间最长的国家是英国，直到今天，它依然被无序的、错综复杂的铁路网络困扰着。即使普通的参观者也会在不经意间发现法国铁路的布局更加高效有序，其原因在于，法国铁路是首先经过军事工程师的调查，然后通过私人建筑商投标建造的。

明斯基对泡沫的界定标准与对萧条的界定标准正好是完全相对的。对新技术能够弥补系统缺陷的信心缺失，通常是触发因素。通常与信心缺失紧密相连的是流动性的紧缩，两者相互作用，不断强化。随着危机过后经济的复苏，人们再次对危机展现出了健忘。投资者无法在形势好转的情况下运用数学知识，也无法在形势恶化的情况下做到奇迹般地恢复。廉价股只能让冷静者、分析师和投资经历丰富的人激动不已。

但迄今为止，崩盘带来的最激动人心的后果是随之而来的政治和法律革新。金融作家小弗雷德·施韦德（Fred Schwed Jr.）曾写道："受到损失的客户当然更愿意相信自己只是被抢了，而不是听从了傻瓜的建议之后也变成了一个傻瓜。"历史表明，当全体国民因糟糕的建议而变得不理智时，游戏规则很可能会发生剧烈的变化，所以对这些建议要格外小心。

对南海泡沫的政治反应是剧烈的，许多公司的董事，包括 4 个下议院的议员，都被送进了高墙内。他们大部分的收益被没收，尽管从事实上来讲，这样剥夺别人的财产是违反法律的，但是没有人关心这样的细枝末节，董事们正为自己逃过了一劫而感到幸运。南海事件对立法的影响，纠缠了英国资本市场近两个世纪之久。要求所有新成立的公司都要有公司章程的《泡沫法案》，事实上加速了股票市场的大崩盘。

除了议会浪费的时间和精力，《泡沫法案》主要是为了阻碍新型企业的发展。议会宣布股票经纪是违法的，还禁止卖空、期货和期权。这些金融工具服务于资本市场，使资本市场更具流动性、效率更高，缺少了它们无疑会让后续的危机更难处理。铁路狂热投资本身就是一个例子，如果投资者能够卖空铁路股票，那泡沫和随后的崩盘带来的破坏就会小很多。

类似的反应在美国 1929 年早期的大崩盘中也发生过，这些应对措施认为，应该对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些参加了最近过度投机的公司给予暂停处理。这次事件的主角是一位杰出的律师，他来自西西里岛，名叫费迪南德·佩科拉（Ferdinand Pecora）。在1932年市场触底之前，到处都是愤怒的投资者，投资者要求调查华尔街的诈骗行为，参议院授权银行与货币委员会负责调查此事。委员会很快就雇用了佩科拉和纽约市的一名地方助理检察官，作为法律顾问。在紧接着的第二年里，佩科拉熟练地指导委员会，通过投资大众们的配合，揭开了那个时代最具代表性的股票操纵与欺诈丑闻。华尔街的高管和大佬们受到了佩科拉礼貌而尖锐的质问与调查，甚至连当时不可一世的摩根家族接班人J.P.摩根也受到了他的质问。

但是真正的戏剧性集中在纽约证券交易所主席理查德·惠特尼（Richard Whitney）身上。惠特尼高大、英俊且有贵族气质，在股票交易所交易代表保守派势力，他试图让交易所成为会员公司的私人保护区，以避免受到政府的监管。

在1929年10月的危机中，股市崩盘了，惠特尼却成为了华尔街最受欢迎的英雄。在血流成河的黑色星期四，这个历史上最悲惨的时刻，他大手笔进军美国钢铁业，并且完成了金融史上最著名的单笔交易：用205美元的价格购买了10 000股的美国钢铁股，尽管在当时可以以更低的价格购买，但他的这一做法让股市止住了恐慌。

不过理查德·惠特尼是一个有缺陷的英雄。他在委员会面前的傲慢态度，使得立法委员和公众开始渐渐疏远他。他也是一个糟糕的投资者，无法处理复杂的投资局面，也无法当机立断及时止损。不久，他变得负债累累，开始从别人那里借贷大量资金。他首先向他担任摩根合伙人的兄弟借钱，然后再向摩根银行借，最后向其他银行、好朋友，甚至那些交情不是很深的人借钱。为了获得银行贷款，他将债券抵押给交易所的抚恤基金——这一基金是为员工们的福利准备的。这种行为最终导致了他的垮台。

基本上在其他任何情况下，他都不会因为这次的违规受到如此严厉的惩罚。但是惠特尼发现自己在错误的时间出现在了错误的地点。1938年，他被关进了纽约州新新监狱（Sing Sing）。他并非是唯一被政府当成座上宾的金融巨头，许多很杰出的人物在20世纪20年代都遭遇了可悲的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互联网泡沫让各路人马的道德观清晰地展现在我们面前。当足够多的投资者发现自己“被剪了羊毛”时，他们就会寻找替罪羊。未成年人犯罪平时不会引起注意，但突然就受到了法律层面的广泛关注。佩科拉委员会戏剧性场景同样发生在安然事件和经济分析师咨询事件中，似乎已经形成以国会调查来解决麻烦的模式。我们也可能会看到新政府开始对投资行业产生浓厚的兴趣。

从积极面来看，在佩科拉听证会之后，出台了 4 部法律。与英国在后泡沫时代的经验不同，委员会的作用是积极的，3 部新出台的法律塑造了我们的现代市场结构。1933 年的《证券法》使得股票和债券的发行流程更加开放和公平。1934 年的《证券交易法》(*the Securities Exchange Act*) 规范了股票和债券的交易，并成立了美国证监会。为突破投资信托业发展的困境，1940 年通过的《投资公司法》(*the Investment Company Act*) 允许现代共同基金的发展。《格拉斯 - 斯蒂格尔法案》(*the Glass-Steagall Act*) 将商业银行业务和投资银行业务严格地划分开。最近这一法律被废除了，但我们迟早会重新痛苦地学习 70 多年前这部法律被通过的原因。

这些法律的通过使得美国的证券市场成为全世界监管最严厉的市场。如果你想寻找这样的一个时代——政府为了维护普通大众的利益而实施严厉的监管，那么，这就是最好的代表。严厉的监管使美国的金融市场成为全世界最透明、最公平的市场。如果要选出一个美国处于领先地位的行业的话，金融服务行业一定能满足这个要求。为此，我们应该感谢费迪南德·佩科拉和他对欺诈锲而不舍的追查。

如何控制恐慌

在资本市场不可避免要崩盘时，投资者又应该如何应对呢？至少，你不应该恐慌，也不要出售股票，只需要简单地选择坚持。你应该有一个坚实的资产分配方案。以下两个方面是区分专业选手与业余选手的标准：第一，知识，残酷的熊市是现实生活不可缺少的一部分，不可避免地会影响我们的生活。第二，当情形变得越来越困难的时候，前者会选择停留观察；后者往往会放弃蓝图，甚至连蓝图都没有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书的最后一节，我们将分析投资组合的动态调整，以保持一个固定的比例，这是一门技术。在市场活跃、价格高的时，它会自动建议你卖出股票；当市场低迷、价格低时，它会建议你买进股票。

比较理想的情况是，当价格大幅下降时，你应该进一步扩大股权分配的比重，购买更多的股票。这需要钢铁般的意志和管理风险的能力，因为它可能会在市场远没有触底的情况下，耗尽你的资金。我不向所有的人推荐这种操作模式，但那些有着坚韧的意志和丰富经验的投资者除外。如果决定走这条路，你应该通过小幅提升股票所占比重的方式来投资（比如当价格下降 25% 之后增加 5%），这样可以避免 20 世纪 30 年代熊市中出现的，彻底耗尽资金、丧失士气的事情发生。

泡沫和萧条

在第 5 章和第 6 章，我希望我完成了以下四件事。

首先，我希望自己给你们讲了一个不错的故事。对狂热和崩溃的认识，是每一个受过教育的、有历史知识的人应该掌握的。它让我们更好地学习了关于民族和国家的心理学知识，几乎没有其他事情可以告诉我们这些。最重要的是，它再次向我们证明了，在这个世界上不存在真正全新的东西。用阿方斯·卡尔（Alphonse Karr）著名的话说就是：事物变化越多，它们的本质越趋于相同。

其次，我希望我已经向你们表明，随着时间的推进，市场确实会变得非理性繁荣或者极度萧条。在市场情形比较好的时候，要牢牢记住这重要的一点，事情可能因为你一个错误的举动而搞砸。同样重要的是，记住在市场不景气的时候，事情也有扭转的机会。

再次，不要愚蠢地相信繁荣或是萧条的周期已经结束了。正如老虎身上的条纹在不断地改变，市场是不可能消除这种情况的。芝加哥大学经济学教授迪克·塞勒（Dick Thaler）指出，所有金融都是行为学。投资者将永远被他们与生俱来的情感和反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应所俘虏。市场非理性繁荣不太明显，却真实地存在着，这种悲观情绪在 25 年前和 70 年前出现过，几乎可以肯定的是，在未来的某一时刻它会再次出现。

最后，我们可以从历史的繁荣和萧条中学到的最有用的东西就是，有时候情况非常乐观，未来的收益率却很低；而有时候，虽然情况非常糟糕，未来收益率却很高。因为风险和收益就像是同一枚硬币的两面般相辅相成，这一点是不会改变的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FOUR PILLARS OF

第三支柱

投资心理学

INVESTING

Lessons for Building a Winning Portfolio

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师的建议

让你的投资取得成功的最大障碍，就是你总是关注着自己的一举一动。

在第 5 章的介绍中，我们发现，要想投资成功，仅仅拥有聪明的头脑是不够的，艾萨克·牛顿先生就是南海泡沫中最有名的受害者之一。虽然我们没有关于威廉·莎士比亚投资回报收益率的历史记录，但我敢打赌，上帝给予他一双善于发现人类的弱点的锐利的眼睛，他获得的投资回报率会远远超过牛顿先生。

在第 7 章，我们找到了阻碍投资成功的最大元凶。我保证你会认识到，这些因素都来自你自己。在第 8 章，我们将会讨论应对它们的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

07 错误的投资行为

投资者的首要问题，甚至他最强大的敌人，很可能就是他自己。

——本杰明·格雷厄姆，“华尔街教父”

错过了一场篮球比赛的理查德·泰勒

经济学最基本的假设前提是，投资者都是理性的，而且总是以自己的利益最大化为出发点。但这并不是真的。投资者与其他人一样，往往还是最具人性通病的人。正如本杰明所说，我们遇到的最强大的敌人其实是我们自己。然而直到最近，金融经济学家们还是忽略了人类自己造成的金融危机，为其自身带来的影响。

30 年前，在一个暴风雪模糊人们视线的日子里，一个年轻的金融学者理查德·泰勒（Richard Thaler）和他的朋友打算驾车穿过纽约的罗切斯特（Rochester）去看篮球比赛。当然他们明智地选择放弃去看球赛，但他的同伴说：“不过，如果我们已经买了票，就应该去。”泰勒说：“对，这真是有趣。”这之所以有趣，是因为根据经济学的原理，不论是否已经购买球票，都不应该影响他们冒着暴风雪去看球赛的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泰勒开始收集这些异常行为的案例，并且几乎独自创立了行为金融学，研究人性如何迫使我们做出非理性的经济选择（传统的金融学假设投资者只会做出理性的选择）。泰勒甚至将他的研究延伸到了篮球本身。他在想：为什么篮球员通常在投完两分球之后，在还有时间剩余的情况下，依然选择再投两分球。两分球投中的比例约为50%，这意味着篮球员成功的机会只有25%，这样的决策只会把比赛拖入加时赛。原本一个三分球就可以赢得比赛，而且有更高的成功率，大约为33%。

大约在20世纪70年代早期的同一时间，当泰勒和他的朋友正商讨是否要冒着暴风雪去看篮球赛时，两个以色列心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky），正在阳光下研究人类决策过程中存在的缺陷。他们在著名的《科学》杂志上发表了里程碑式的论文，概述了在估计概率上人们会犯的基本错误。这是一个经典的难解之谜："史蒂文是个害羞、沉默寡言，乐于助人的人，然而，他不论是对人还是对身边的现实世界中的事物似乎都不怎么感兴趣……"那他是一个图书管理员，还是一名技术工人呢？大多数人会猜他是图书管理员。但事实不是这样：在这个世界上，技术工人的数量大大多于图书管理员，而大部分的技术工人是害羞的。因此史蒂文很有可能是一名机械师，但人们都不可避免地会选错。

卡尼曼和特沃斯基的论文是一篇经典之作，不过，遗憾的是，这篇论文描述的是一系列日益复杂的心灵扭曲的案例，与投资的相关性不怎么明显。但泰勒和他的追随者们将卡尼曼和特沃斯基的研究深入到了经济学领域，并开拓了行为金融学的研究空间。

本章将介绍成本最为高昂的投资行为。可能在同一时期，也可能在不同的时期，你已经经历过这些投资行为。

不要被大众的观点所迷惑

人类是最高级的社会动物。我们喜欢与人交往，还特别喜欢与他人分享共同的利益。总的说来，从经济、心理、教育和政治等多方面来看，这是一件好事。但是从投资的角度来看，这绝对是非常危险的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是因为我们的利益、信仰和行为都会受到潮流的影响。否则我们怎么解释，为什么男人在20世纪50年代喜欢留短发，而到了20世纪70年代却喜欢留长发呢？为什么炸弹掩体在20世纪60年代初风靡一时，而当一些热核武器指数级地增长时，它却在接下来的数十年里被淘汰了？为什么政治自由主义和保守主义之间的“钟摆”来回摆动，就像股票和债券呈现出的价格起伏波动一样？

问题是股票和债券不像呼啦圈或鸟窝式发型，它们不可能在短时间内大批量生产，跟上需求的脚步，所以它们的价格总是随着市场起起伏伏。正如出现在20世纪70年代和90年代的情况一样，当每个人都决定购买像微软、迪士尼和可口可乐这样高增长的公司股票时，将会发生什么呢？它们的价格会到达历史的顶点，这将减少其未来的收益。价格会一直荒谬地上涨，直到一些勇敢的人拿出计算器，计算数字并告知大众，其实皇帝根本没穿衣服，这种荒唐的情况才会停止。

由于这个原因，传统的投资思路通常是错的。如果每个人都相信股票是最好的投资选择，就说明每个人都已经拥有了它们。反过来，这意味着两点。首先，因为每个人都购买了股票，股票的价格自然会比较高，未来的回报就会变低。其次，更重要的是**接下来不会有人去买这些股票**。因为只有还存在大量愿意购买的潜在投资者时，股价才会上升。

不是每个人都能获得平均收益

在1998年9月14日发行的《华尔街日报》上，有一篇关于投资者预想的文章，作者格雷格（Greg）对1998年夏季股票市场下跌后投资者态度的变化，做了比较详细的研究。他把投资者的预期改变制成表7—1。

表7—1　　投资者的预期回报率与市场总体收益　　单位：%

期望的回报率	1998年6月	1998年9月
接下来12个月，自己的投资组合	15.20	12.90
接下来12个月，市场的总体收益	13.40	10.50

首先，从表格中我们可以发现，普通投资者都认为自己的收益率会比市场的收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高出两个百分点左右。尽管一些投资者可以做到这一点，但是，从数理统计的角度来看，对于一般的投资者而言，做到这一点是不可能的。正如我们前面说过的那样，普通投资者获得的市场收益率，必须减去各种费用和交易成本。甚至连最粗心的观察者也不应该惊讶于这个悖论：人们往往过于自信。

在自然环境中，过度自信可能有一定的生存优势，但是在金融世界里，过度自信并不具有这样的优势。考虑以下两点：

- 在一项研究中，81% 的新企业主认为自己已经有了成功的好机会，但他们之中只有 39% 的人确实拥有这样的好机会。
- 在另一项研究中，82% 的美国年轻司机认为，从安全角度考虑，自己的安全水平处于整个群体的前 30%。

与过度自信相关的原因是有趣的。任务越复杂，越不适合过度自信的我们。此外，每个人的“校准”能力也是一个因素。我们的行动和结果之间存在越长的“反馈回路”或延迟，我们就越容易过度自信。例如，气象学家、桥牌选手和急诊室医生通常都受过良好的校准训练，因为他们的行动及其结果是由较短的时间跨度分离的，而多数投资者却达不到这种程度。

过度自信可能是最严重的金融行为错误，会出现在不同的情况下。你可能会觉得只要遵循几个简单的规则或订阅“价值线”（Value Line）这样的咨询服务，就可以成功地挑选股票。每周都会有人给我发这样的电子邮件，邮件通常包含行业的领导者、市盈率、股息收益率、盈利增长等挑选股票的标准，发件人还一定会提供高于市场平均水平的投资收益。

只要我愿意，就可以立即使用几个按键，按照数百种不同的特征或者甚至是我自己定制的标准，显示一个有 7 000 多家美国公开上市公司信息的数据库。其实许多廉价的商用软件程序都能做到这点，他们依靠数十万小型投资者和机构投资者的硬盘驱动器来实现这一点，他们中的每一个人都在寻求超越市场的技术。你真的认为自己比所有的人更聪明、反应更快吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最重要的是，数以万计的专业投资者也在使用这种依靠软件、硬件、数据和技术支持的研究，而这些是你我望尘莫及的。当你购买和出售股票时，很有可能是在与他们进行交易。只要你有足够的信息接收渠道，就能有很多打败他们的机会。

挑选共同基金的原理也是相同的。我希望现在我能劝你不要在过去表现的基础上选择基金，因为那没有任何价值。挑选共同基金是一个非常诱人的投资行为，因为你凭运气就很容易找到那些在许多年甚至更长久的期限内表现优异的基金。但在一个应税账户中，这是特别不合算的，因为你每变换一次品种，都要付一笔钱。

有人认为，通过使用更多的定性分析指标，如仔细地评估和采访基金的管理者，可以成功地选择自己的资金管理者。最近我收到一个顾问的来信，他向我解释了他是如何通过每年采访数十名基金经理和旁听伯克希尔股东会议上巴菲特的报告，来跑赢国内和国外股票市场的。唯一的问题是，他的债券、房地产和商品经理人表现非常糟糕，以至于他的整体投资组合的结果远远低于指数的表现。再仔细看看图 3—4，如果管理数百亿美元规模基金的、美国最大的养老金计划都不能成功地选择资金管理者，你认为自己又有多少机会呢？

大多数投资者同样认为他们可以准确地判断市场涨跌的时间，一些人认为听听大师们的言论，也能够让他们判断市场涨跌的时间。我幻想着，某一个早晨，我溜进一些重要经纪公司的曼哈顿总部，将真理的血清滴入他们的饮用水中。这一天，在全国的新闻节目中的许多分析人员和市场战略分析师，当被问及他们预测市场将如何变化时，会回答，“这我怎么知道？在很早以前，我就知道我的预言不值一钱——这你也是知道的。我们依然在这里做这个的唯一原因，是因为我们需要养活自己，而且仍有些大笨蛋还吃我们这套！”

在任何时候，纯粹凭借运气，是会有几个分析师和基金经理能够赚到钱的。1987年，伊莱恩·加扎雷利（Elaine Garzareli）成功地预测了股市崩盘。她能说会道，衣着得体，外形靓丽，很快得到了远比她应得的更多的媒体关注。不用说，这些关注是死亡之吻。她预测的准确率很快下跌。雪上加霜的是，她的经纪公司让她负责一个备受瞩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的基金，可是这只基金后来表现得十分糟糕，没过几年就很快消失了。

最新的权威是阿比·约瑟夫·科恩（Abby Joseph Cohen），她低调、谦虚，作为一个市场战略家，相当有学者风度（她的雇主，戈德曼·萨克斯 [Goldman Sachs]，1929 年出现在巨大的丑闻中，后成为投资银行界中最受尊敬的人，他习惯雇用那些拥有令人眼花缭乱的数学技能的人）。1995—1999 年，科恩在市场的“甜蜜期”推荐高增长的饮食公司和科技公司。不幸的是，她没看到对其他观察员而言相当明显的泡沫。在过去两年中，她一直受到很多人的批评。

记住，即使是一只停止的时钟，一天之中也会有两个时刻是正确的。在华尔街有很多停止的时钟，他们中的一些人总是很幸运地，在纯属偶然的情况下预测正确。

在过度自信的舞台上表演会出现两种错误的操作行为。第一种是对成功与失败的“简单分割”。我们倾向于记住我们成功的投资组合，而忘记那些失败的投资组合。第二种是成功更应该归功于技术而不是运气。

刚刚过去的历史不在你的掌控范围内

投资者犯的另一个主要错误，就是认为过去的表现可以用来预测未来的长期表现。看一看在本章开头出现的数据表，注意 1998 年 9 月，在股价下跌了非常大的幅度之后，投资者估计的股票收益率低于他们在 6 月预测的收益率。

这是非常不合理的。认真思考下面的问题：1 月 1 日，你花 300 美元买了一枚金币。在随后的月份，金价下跌了，你的朋友买一枚相同的金币只花了 250 美元。10 年后，你和你的朋友同时卖掉了你们当初购买的金币，谁获得了较高的回报率呢？大多数投资者都会选出正确的答案：你的朋友获得了较高的回报率，因为他买金币少花了 50 美元，从而比你多赚了 50 美元（或者假设情况变得很糟糕，金价下跌了，你的朋友也会比你少损失 50 美元）。看到这里，我们发现所有理性的投资者都会推断较低的预期回报率来自下跌的股价，这一点让人感到很震惊。这个原因被行为科学家称为“近因”：我们往往过分注重最近的数据，忽视过去的数据，即使过去的数据更全面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直到2000年，随着高成长股的崩盘，我们发现，从长期的角度看，要求股票投资收益率不超过20%是很难被投资者接受的。这是由于“近因”使最近的数据看上去乐观（或者不乐观），如果“近因”过于抽象，将完全遮盖住更重要的数据。

“近因”成为这样一个杀手，原因就在于不同类型的资产轻微地倾向“均值回归”的期限超过了3年。均值回归意味着，表现相对比较好的时间段往往跟在表现相对比较差的时间段后面。不过相反的情况也会发生，表现相对比较差的时间段往往跟在表现相对比较好的时间段后面。不幸的是，不论用什么方法，这都是不确定的，这种情况也使得过去几年购买热门资产的胜算不高。

让我们看看当你陷入“近因”困境时会发生什么。在表7—2中，我选了6种不同类别的资产：美国的大盘股和小盘股，以及英国、欧洲、日本和环太平洋地区的股票，以5年为一个时间周期，分析它们在1970—1999年这段时间内的表现。

1970—1974年，表现最好的股票是日本的股票，但是在1975—1979年，它位居第四。1975—1979年，表现最好的是美国小盘股，但实际上它表现最好的时间段是1980—1984年。在接下来的一个时期，也就是1985—1989年，它却排在最后。1985—1989年，表现最好的是日本股票，但在1990—1994年，它排在最后。在这一时期，表现最好的是环太平洋地区的股票，但在1995—1999年，它的排名却是倒数的。在20世纪90年代末，最好的资产类别是美国大盘股。如果过去的几年是有预示性的，那么它很可能在下一个周期中，排名发生颠倒。

表7—2　　业绩优良的不同类别资产随后业绩表现

时间	最好的资产类别	在下一个5年周期中的排名
1970—1974	日本股票	4
1975—1979	美国小盘股	1
1980—1984	美国小盘股	6
1985—1989	日本股票	6
1990—1994	环太平洋地区股票	5
1995—1999	美国大盘股	？？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们以前讨论过“近因”幻觉如何才能适用于单一的资产类别。例如，1996—2000年，日本股票的年均收益率为负的4.54%，但在1970—2000年这过去的31年中，收益率为正的12.33%。所以日本国内外的投资者，对股票市场最近几年的表现，都感到非常沮丧。但是在这两个收益率衡量指标中，你觉得哪一个是未来预期收益率更为精确的指标呢？

同样的，1996—2000年标准普尔500指数的收益率为18.35%，但更久远的数据显示它的收益率约为10%。你认为这两个数据中的哪个数据是更好的指标？

刺激的投资

如果指数的作用那么明显，为什么很少有投资者利用它？因为它很无聊。正如我们在第3章所说的那样，在同一时间，虽然你保证了自己获得相对不错的收益率，并且减小了自己变穷的可能性，但你同时也放弃了成为富翁、发大财的机会。没有比这更无聊的事了。

事实上，投资最致命的特点之一就是它需要兴奋。赌博可能是最能愉悦人类的活动。为什么人们明明知道在通常情况下，他们的钱包会变得更瘪，却依然涌向拉斯维加斯和大西洋城赌博呢？

人类经常进行大额金钱交易以寻求刺激。行为金融学中最一致的结论是，人们倾向于低成功率——高回报率的投资。例如，众所周知的专业赛马投注，比在股票市场做多头更容易赚钱。其原因就在于，业余爱好者往往喜欢做多头，这使得这些奇怪的事情看上去比它们原本的状态更加有利。毕竟，50∶1比2∶5的胜算概率更容易让人兴奋。一个更明显的案例表明，为什么当买彩票的平均成本大概是50美分对1美元时，没有人会买彩票。

正如我们在第5章中讨论IPO时所看到的那样，同样的事情也发生在投资领域中，做多头的小公司吸收了绝大多数的资金，只剩下少量的资本投资那些没有价值的、刚创立的公司。这会压低刚成立的公司的股价，并提高它们未来的收益率。而且，我们已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到，IPO 其实是一桩糟糕的买卖（正如我们在图 1—18 中看到的，这也是小盘成长股的收益率如此低的主要原因）。

我已经形成了自己名为“投资娱乐定价理论”的模型，它描述了这种现象：所有兴奋的感觉都来自你的投资，但同时你失去了作为补偿的收益。例如，在天平的一端，一张剧院的门票可以被认为是一种有着很高娱乐价值、零投资回报的证券。而在天平的另一端，一个投资组合中都是没有价值的股票，如美国钢铁（USX）、卡特彼勒（Caterpillar）和福特，它们都倾向于拥有更高的收益率。

对风险的误判

正如我们在第 1 章中讨论过的那样，市场中真实存在的风险有两类：一类是短期风险，另一类是长期风险。短期风险就好像是我们的胃消化不良，在过去的一年或两年时间里，我们的投资组合损失 20% 或 40% 的价值，这是一件可怕的事。财务顾问、作家和前军事飞行员的弗兰克·阿姆斯特朗（Frank Armstrong）说他已经知道，哪些人会在天空中面对死亡时保持平静，在他们的投资组合收益下降 5% 时变得狂躁。

对短期损失的恐惧，使得投资者在大萧条后退出股市很长时间，每年的惩罚性收益率只有百分之几。我们可以估计，由于担心短期损失，他们的投资组合会保持固定的比例，而这个固定比例意味着在接下来的 30 年时间里，他们每年将失去 3% 的收益率。投资组合 3% 的不佳业绩持续超过 30 年，意味着他们最后得到的财富比本应该获得的财富少 59%。换句话说，他们害怕损失 20%~40% 的资产，事实上却消耗了自己 59% 的资产。金融学中，这就是所谓的“短视损失厌恶”：只着眼于短期风险而忽视了更危险的长期风险。

我们为什么要这样做呢？人类会遭遇短期风险，这当然是不可避免的。在自然状态下，我们的祖先形成了固定思维，认为专注于眼前的风险比具有长期战略分析能力有更大的生存价值。不幸的是，这种内在的观念在现代社会，特别是在投资世界中很少用到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第 1 章中，当我们知道股票的长期优势超过固定收益的证券后，你可能会感到奇怪：为什么每个人不都买股票呢？显然，从长期来看，债券事实上比股票更具风险，如果以每 30 年当作一个时间段来看，股票的表现确实优于债券。

事实上，许多学者更喜欢将此称为“股权溢价之谜”：为什么投资者可以接受股价仍然处在如此低的水平，而收益率却一直超过其他资产的收益率。答案是我们的原始本能，人类上百万年的进化，使得我们在面对突然失去 30% 的流动净资产时，比面对可能会损害符合我们长期财务目标利益的事件时感到更痛苦。这个问题到底有多严重？在一个调查面非常广的研究中，理查德·泰勒发现了风险溢价与投资者偏好之间的相互作用，他估算出普通投资者承担风险的时间维度约为一年。真是目光短浅啊！

树木永远不会长到与天同高

所有投资者最危险的错觉之一，就是认为好公司的股票也是好股票，其实这是一个谬论。20 世纪 70 年代早期、俏皮的 20 世纪 50 年代市场和最近狂热的互联网和科技股，都过分强调收益增长的重要性。唯一值得购买的是那些经营良好的跨国公司的股票，因为它们有控制市场的能力，能够使自己的公司保持强劲的增长势头，这些公司包括可口可乐、迪士尼、微软等。

这就是市场区分成功者与失败者的方法。专业的投资者运用数学知识，非专业的投资者听听故事。而数学，正是最容易被忽略的事情。

在自由市场机制下，就连超级大公司的生命都是肮脏、野蛮和短浅的。让人无法理解的是，公司的魅力维持的时间甚至更为短暂。一个迷人的公司通常具有较强的成长能力，出售时通常有很高的市盈率。例如，在 2000 年的春天，市场中存在泡沫，在上文中提到的三家公司的股价分别具有 48 倍、84 倍和 67 倍的市盈率，是一个普通公司的估值的 3~4 倍。这意味着，市场预期这些公司最终增加的收益，相对于当时整个市场规模的 3~4 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个非常诡异的概念。我们假设股票市场收益率以每年 5% 的速度增长，这意味着，在长达 14 年的期间里，收益将翻一番（这是根据“72 规则”计算出来的，这一规则表明收益率乘以翻倍的时间等于 72。在上面的例子中，72 除以 5%，大约是 14。或者相应的，以 12% 的增长速度增长，只需要 6 年就能翻番）。如果一个快速增长的公司的股票价格是市场其他公司总体市盈率的 4 倍（也就是说，80 倍的收益相对于 20 倍收益），那么市场在这 14 年里，收益将增长 8 倍（4×2=8）。这需要每年以 16% 的速度增长，并且持续超过 14 年。尽管有很小一部分公司能够做到这一点，但绝大多数的公司都不可能做到。

事实上，那些最有吸引力的公司能够坚持多长时间的高增长呢？从经济规模的角度来看，不超过心跳一下所耗费的时间。1993 年，在关于收入增长可持续性的里程碑式的研究中，泰勒的学生拉塞尔·富勒（Russell Fuller）和他的同事以当时市盈率排名位于前 20% 的股票为研究对象。他们的数据表明，第一年这些公司增加的收益比市场增加的收益高约 10%，第二年高 3%，第三年和第四年高 2%，第五年和第六年高约 1%。之后，他们的成长速度与市场保持一致。

换句话说，在 6 年时间里，你可以指望一只成长型股票给你带来的收益率比市场平均收益率高 20%。6 年之后，它的收益率就会和市场一样。如果 20% 高速增长的股票被富勒发现了，它们很快会以收益的 80 倍的价格出售。如果股票价格并不对这 20% 的超平均水平收益率有所反应，那么当前股票的价格是收益的 64 倍，且仅具有剩余市场的增长潜力。设想一下，当市场发现它只有普通的增长潜力时，市场会对售价是收益 64 倍的股票做什么呢？用市场分析员的老话讲，这就是“取出子弹再开枪”。这事早晚会发生在几乎所有的成长股上，这就是他们的收益率比市场低的主要原因。

甚至连大多数专业人士都没有意识到，收益高速增长持续的时间是如此短暂。如果你以高收益增长为先决条件，简单地看一下股市，你就会发现它们的未来收益增长率竟然与市场是完全一样的，这种现象的发现者理查德·布里厄利（Richard Brealey）将其称为“生长紊乱”。市场参与者有更好的方法找到具有较高未来增长率的股票，而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单地将它过去的增长情况（虽然筛选未加工的过去的增长情况，是一种广受初学者欢迎的技术）作为投资高收益率股票的标准。相对于其未来的实际增长情况，这些股票被严重高估了。

如果你觉得有点混乱，不要绝望，这不是一个容易理解的概念。让我们通过另一种方式来看待这种情况，先假设有两家公司，一家是烟囱公司，以收益的 20 倍出售，另一家是魅力概念公司，以收益的 80 倍出售。这意味着，每 100 美元的股票，烟囱公司产生 5 美元的收益（100÷20=5 美元），魅力公司产生 1.25 美元的收益（100÷80=1.25 美元），这是因为市场希望魅力公司的收益能更迅速地增长。如果烟囱公司的收益每年以 6% 的速度增长，那么 6 年后，它的收益会增加 48%：从每股 5 美元升至每股 7.40 美元。到目前为止，情况还不错。

那魅力公司的情况会怎么样呢？从富勒和他的同事的数据来看，在同样的 6 年时间里，它的收益率比市场高 20%，换言之，多了 78%（1.48×1.20=1.78）。这意味着，它的收益将从每股 1.25 美元增加到每股 2.23 美元。之后，它与烟囱公司将具有相同的收益增长率，正如我们刚才所计算的那样，每股可以赚取 7.40 美元。这一系列的事件，通常被认为是魅力公司收益增长放缓，于是市场认为魅力公司被严重高估，而且损害了其股东的权益。

这并不是说成长型股票一直比价值型股票市场表现差。在 1995—1999 年的 5 年时间里，大盘成长型股票收益率表现每年超过大盘价值型股票 10.7%，情况在接下来的 15 个月中发生了变化。正如你想象的那样，在技术驱动泡沫期间，对成长型股票来说，结果最好的也是对其热情最大的，而价值型股票往往是后面的表现才是最佳的。

无法看到的真面目

如果存在某种技能可以将人类与计算机和其他动物分开的话，这种技能就是我们认识高度抽象模式的能力。牛顿发现万有引力的灵感来自苹果落地，达尔文的进化理论的推断来自观测园丁和农夫选择良好植物品种的习惯，这是这种能力的两个特例。在日常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活中，我们也依靠这种模式进行识别，从复杂的专业任务到平时生活中琐碎的事情。

但在投资中，这种能力通常适得其反。原因很简单，对于大多数人来说，股票的价格和债券的价格，在个人水平和市场水平上都是随机的：也就是说不存在任何模式。在这样一个混乱的世界中，寻求模式不仅是徒劳的，而且还是极其危险的。例如，在 1987 年股票市场崩盘之后，许多报纸的财经版面刊登了大量的股票信息，这些股票在市场崩盘前，价格不断飙升，而在 1925—1933 年，股票价格则不断下跌，报纸还把这些情况与 1982—1987 年的情况进行了对比。这么做是为了告诉我们，在崩盘之前两者的情况是如此的相似，几乎可以肯定，接下来股价将发生类似 1929—1933 年的灾难性下跌。

由于种种原因，事实上，美联储处理 1987 年的崩盘比 1929 年更具技巧，这样的事没有再次发生。最关键的一点是，证券价格的走势不存在重复的模式。如果有，世界上最富有的人应该都是图书管理员。

我不羡慕那些财经记者。这些愚昧的人每星期不得不拿出新的副本（在某些情况下，甚至是每一天），一般的记者如果不依靠访谈市场战略家和积极的基金经理，是没有办法完成版面要求的。行业杂志因此充斥着这样的报道：“我们发现，在先前的 9 种情况下，部件库存超过过去 6 个月的销售量，而股票价格下跌了 20% 以上。”在过去，这毫无疑问是真的。问题是，筛选大量经济和金融数据会产生一些很密切的关联分析，而这纯属偶然，就像我们先前讨论过的孟加拉国黄油生产与标准普尔 500 指数之间的相关性。

确实有一些的数据可以预测未来的经济活动，最著名的是美联储的货币政策和“先行指标”，如新屋开工率或行业的平均工作周期长度。问题是，大家都知道、观察和分析这些数据，这些分析结果的影响已经在股票和债券的价格中得到了体现。你觉得美联储降息会让股市走高吗？是的，全世界都知道这一点，股市已经因为它上涨了。这样的信息，是毫无价值的。记住伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）的名言：

每一个人都知道的事是不值得知道的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使某种模式已经被稳固地建立，也是可以改变的。典型的例子是股票和债券收益率之间的关系。1958 年之前，每当股票的股息收益率低于债券收益率时，股票价格就会下跌。所以在 1958 年之前，每当股票收益率低于债券的收益率时，如果在回购他们之前，你已经出售了你的股票，并且等待股票收益率再次上升，那你就做得十分漂亮了。在 1958 年，股票收益率降到低于债券收益率之后，就再没有上涨过。如果你卖了你的股票，并且仍然在等着它涨回去，你恐怕要等上很久才行。

令人遗憾的会计

人类不擅长接受损失或承认失败，这在行为金融里被称为“后悔规避”。紧紧抓住一只一直表现得不好但依然有希望的股票，我们就不必面对失败的结局。

我并不觉得这是一个特别的麻烦。如果你相信市场是有效的，那么一只下跌的股票的表现应该与一只成功的股票的表现没什么不同。股票做得不好的确很可能破产，但是这些公司的价格将反弹，弥补那些损失。事实上，泰勒发现平均而言，最近下跌的股票比市场有更高的预期收益率。这不足为奇，因为这些往往是价值股。

但它凸显了一个很严重的问题，这个问题就是我们所熟知的“心理账户”，即我们倾向于将我们的成功和不成功的投资区分开，在心理上将我们分为赢家和输家。其实这是特别危险的，因为它分散了我们的主要焦点——整个投资组合。一个最具代表性的例子，就是我前面提到的投资顾问，他引以为豪的是他有“能力”选择成功的、活跃的国内外股票基金经理，但他却忽略了一个事实，他的投资组合整体表现很差劲。

如果你询问普通投资者的投资业绩如何，他可能会说他做得很好。他是怎么知道的呢？因为他拥有的股票和基金，已经赚了很多钱。但是他计算过总体的投资回报率吗？答案是没有。事实是我们经常采取这样人性化的战略：只看见我们取得的成功，而忽视了我们的失败。在投资世界中，这绝不仅仅是一个无害的弱点，它使得我们在总体上忽视了投资组合策略的失败。这会导致我们由于一个简单的问题遭受了痛苦的长期报应，而且我们还没意识到它们有多差劲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乡村俱乐部综合征

这是所有富人们遇到的很特别的苦恼。如果你拥有自己的私人飞机，在消费高昂的度假胜地享受假期，并将自己的孩子送往收费最高的私人学校读书，那么有一点可以肯定：你不可能雇佣那些普通人信赖的货币基金经理。你的能力与众不同，你会自己组建投资公司，然后运用那些只适合精英人士的投资技巧。毕竟，在乡村俱乐部告诉那些重要人士，你将支票转入先锋基金这样简单的事情，是不会发生的。

因此，你雇用的是最好的私人理财顾问。不论是对冲基金、有限合伙人还是离岸金融工具，由于你非常繁忙，而且地位显赫，所以你对由此产生的费用或者总体回报率并没有任何记录。

所有这些投资工具存在的问题，是它们的业绩表现的公开信息有限，我们所知道的也并不让人感到很兴奋，私人基金经理很容易就能处理这些东西。这些基金经理都来自掌控各种养老基金的群体，如果掌控几百亿美元规模资金的通用汽车、通用电气和迪士尼养老基金的基金经理们都不能战胜市场，你又哪里有机会吸引一位能力突出的基金经理帮助你打理那微不足道的 5 亿美元?

为什么情况会是这样？从理论上分析，原因很简单，前面我们也提到过：费用和追随错误。即使是最富有的人，也无法避免。事实上，规模最大的机构的指数编码人员一直都忙于攻克这一难题。如果你拥有 1 亿美元的资金，先锋基金将会模拟标准普尔 500 指数每年获得 0.025% 的收益。

对冲基金非常具有吸引力是因为它们是排他的。对冲基金是类似于共同基金的投资公司，但是由于它的投资者人数有上限（不能超过 99 人），又不受 1940 年通过的《投资公司法》的限制，因此可以集中头寸，进行对冲交易或者杠杆操作，实施普通共同基金不能运用的各种其他策略（从法律的角度来看，对冲基金投资者被假定具有很高的智商，而且当出现问题时，没有任何的保护措施）。

稀有资源总是匮乏的。在第一种情况下，由于大多数资金都用来进行对冲交易，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的市场头寸被限定在期货、期权的购买上，因此它们的收益率都比较低。当你根据风险做出调整时，它们的收益率看起来表现不错，不过它们的补偿方式将被迫中止——通常基金经理的报酬占收益的比重都比较高，这样的话，不出几年，总的费用就很容易超过了 10%。这种类型的高额利润，就连彼得·林奇和巴菲特在他们最鼎盛的时期也很难处理好。

还存在挑选错误对冲基金的风险。长期资本管理公司的投资者中有很多是重要的机构和富有的私人投资者，1998 年长期资本管理公司的失败就让这些投资者遭受了严重的损失，甚至进一步恶化了整个世界的经济状况，成为美国经济史上浓重的一笔。如果这些投资者都能遭遇如此挑战，那么，所有的投资者都有可能面临类似的麻烦。

我的经验是越是富有的客户，越有可能遭遇伤害，受到不公正对待。从一方面来看，经纪人应该根据自身的能力以及对公司所做的贡献获得相应的收入。小客户自然不能跟那些资产规模庞大的大客户（或者被称为“鲸鱼客户”，是经纪领域最大规模的客户）相比，在时间和精力方面，肯定会有所差别。这对小规模客户来讲也是公平的，因为他们可能购买收费基金或者股票，但是又很容易忘记自己购买的股票和基金。从另外一方面来看，高净资产客户是经纪公司最重要的“现金奶牛”，能为公司带来高额的现金流，他们通常以年金、私人投资者和有限合伙人的身份存在。

富人跟普通的你我有很大的不同：他们有很多种方式来处理自己的私有财富。

THE FOUR PILLARS OF 投资金律 INVESTING

用沃尔特·凯利（Walt Kelly）的话来说，“我们的敌人就是我们自己。”我已经描述了投资者的主要行为错误：羊群效应、过度自信、“近因”幻觉、娱乐自己的需求、目光短浅的风险厌恶、大公司/好公司幻觉、模式错觉、心理账户和乡村俱乐部综合征。这一系列行为上的偏差将会侵蚀你的财富，就像狂风暴雨一定会摧毁光秃秃的山坡一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

08 行为疗法

在上一章，我们详细分析了很多与生俱来的、会影响我们投资行为的过错。接下来，我们将详细讨论运用哪些策略打败镜子中的自己。跟以往一样，执行总比计划要困难许多，因为我们总是试图克服一些人性中最原始的力量。在大多数情况下，这就好比金融领域的“禁止抽烟”、“减肥”和“不要难过”。不过，有了充分的努力，你至少可以减轻众多危险行为带来的不利影响。哪怕是最细微的改进都能大大地提高你的风险承受底线。

将羊群圈养起来

正如我们前面看到的那样，投资已经成为了一个非常广泛的话题，投资产品价格容易虚高的原因很简单：太多的人都在投资。20 世纪 80 年代的不动产投资和黄金投资、20 世纪 80 年代日本的股票市场、20 世纪 90 年代的亚洲四小龙国家的发展，以及最近发生的，20 世纪 90 年代末期的高科技公司泡沫无不向我们展示了这一点。

在每一个案例中，繁荣过后紧接着就是危机。因此，当你所有的朋友都投资某一领域，所有的杂志版面都充斥着某一家特殊公司的新闻，“每个人都知道”这是一个好消息，这个时候就要小心，这些可能都是危险信号。总的说来，认真鉴别那些传统的观念，你就会知道哪些是你可以忽略的。

我发现当前市场环境中最让人不安的，是“每个人都知道”股票的长期收益率已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很高了。对这一状态最乐观的解读，是现在基本上没有人买股票，未来股票价格上涨已经变得很难实现。比最乐观的状态稍微差一点的预测，是每个人都拥有了某一特定的资产类别后，很多投资者并不熟悉“短板”，当麻烦的信号第一次出现的时候，他们会感到恐慌，并且迅速抛售资产。

这表明我发现的两大策略是非常有用的。正如我们前面提到的那样，第一个策略是确定时下传统观念是什么，并假设这一现象是错误的。在当前时刻，最流行的观点是股票收益率远远高于债券收益率。尽管从过去的经验来看，这一陈述可能是对的，但是这并不代表未来它也必定是正确的。

第二个策略是要意识到，未来具有较高收益率的资产类别可能是那些当前最不受欢迎的资产。这意味着持有未来收益率表现最好的资产，将会让你跟身边的朋友和邻居在投资感觉上不一致。他们可能会表现出强烈的不认同感（就好像在最近购买贵金属和日本股票，或者在 20 世纪 90 年代购买垃圾债券的投资者们所经历的那样）。尽管有一些人天生就喜欢以打击别人为乐，不过大多数人并不是这样。

如果你不喜欢因为投资习惯的不同而被迫跟你的朋友们分开，那么我的建议是，将你的投资当作一件不愿意拿出来在公众场合谈论的私人事情。当被问到你的财务策略时，你可以很轻松地打发：“我的投资顾问帮我打理一切，我从来没有关注过那些报表。”然后，换一个话题接着聊。

不要让过度自信控制你的思想

避免过度自信的第一步，就是要学会认识过度自信。你是否觉得自己的驾驶能力、社会技能以及外表都比一般人强？奇怪的是，你在这三个方面都非常突出的概率仅为 1/8。如果你认为自己选股的能力很强，能够打败市场，问问自己是否比那些与你进行交易的对手更加聪明。总有很多非常聪明、非常有见识的专业人士，他们选股的动力远远超过你。进一步说，他们拥有的资源远比你的团队掌控的资源多得多。

你觉得自己能够成功地选择那些打败市场的基金经理吗？我希望我在第 3 章中关于基金业绩表现的相关数据已经说服了你。如果你真的有能力这么做，那么有更加光鲜亮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丽的职业，比如养老基金顾问这样的职位在等着你，因为全美国最大的那些公司将会特别愿意花重金聘请你，让你帮助他们找到那些超级基金经理们，好让这些基金经理帮助他们打理数量庞大的员工退休金。

怎样才能避免过度自信呢？每年告诉自己很多次："市场远比我要聪明！有好几百万的其他投资者比我的准备要充分，所有人都在寻找金融领域中永葆青春的神秘泉水。我第一个发现这个秘密的可能性不是很大。如果我不能战胜市场，那么，我希望我能实现的最好状态，是尽可能以既便宜又高效的方式融入市场。"

跟随指数的投资方法让人感到最兴奋的地方，就在于指数化能够让你获得市场的平均收益率，从而打败那些总想战胜市场的专业投资人士。

忘记过去的十年

小过错很容易避免。你需要经常提醒自己的主要有两件事情。第一件事情是思考购买过去 5~10 年里表现最好的资产反映出的传统观念是什么，而这通常是错误的。第二件事情是在大多数情况下，购买过去 10 年内表现最差的资产往往被证明是一个不错的选择。

我们已经简单地探讨过为什么会出现这种情况。对于不同类别的资产来说，存在着这样的一种弱趋势，那就是每隔一段时间（通常不超过 1~2 年时间），资产的表现会发生比较大的转变：表现最好的资产会变成表现最差的资产，表现最差的资产会变成表现最好的资产。这只是统计上的趋势，真实的情况并非完全如此。我们应该意识到，某一类资产过去 20 或者 30 年的收益情况并没有什么价值。事实上，某一特定市场或者市场部门在过去 10 年里的完美表现，对聪明的投资者来说没有意义（回想一下在第 1 章中我们讲到的，在 1981 年之前，债券市场超过 50 年的表现就具有很强的误导性）。

敢于迟钝

要明白，在投资领域，好与坏之间总存在着相反变化的关系：那些当前表现最佳的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产可能长期收益率比较低，而那些表现很差劲的资产可能未来长期收益率很高。如果你喜欢刺激，就去跳伞或者参加北极探险，但是不要用这样的方式来对待你的投资。如果你发现你对自己的投资组合表现感到很兴奋，那么，你可能正在做一件错事。

一个优秀的投资组合策略从本质上来讲，是极其无聊的。要记住，无论什么时候，我们所做的事情都是要尽可能地减少投资组合的波动性，并尽可能确保收益率水平处于一个比较高的位置。我们也应该明白，刺激的投资都是那些能够吸引公众眼球的投资，因而也是自己“不能把握”的，也就是说，由于投资的公众性，它们的投资规模会非常庞大。这使得价格不断被推高，从而降低了未来的收益率水平。

在绝大多数情况下，成功投资策略的最终目标是降低你变穷的机会——即使你在休假，它也能够让你获得相应的投资收益。换句话说，这其实是……很无聊的。

如果你仍旧追求金融刺激，或者被迫在聚会中跟朋友们分享有趣的投资活动，那么，将你的投资组合放在某个角落里，就当这些钱是疯狂基金，悄悄执行你“让人兴奋的”投资计划。只需要确保这些投资在你的承受范围之内就可以了。

直面你的风险

目光短浅的风险厌恶（我们的倾向都是注重短期亏损）是每个投资者都必须面对的、心理上难以承担的经历。下面这个真实性值得怀疑的故事，能很好地向我们展示其中的奥妙：一位投资者在 20 世纪 70 年代中期将 10 000 美元投资到共同基金，随后就忘记了自己的这一投资。1987 年 10 月 19 日的股灾震惊了她，她感到很恐慌，于是打电话给基金公司询问她账户的情况。“女士，我很抱歉地告诉您，您所持有的基金价值已经跌到了 179 623 美元。”

你承担风险同时，也应该享受“风险溢价”，也就是说，由于承担了市场起起伏伏的波动，你应该获得额外的补偿，或者将风险溢价搁到一边，这种情况，我们称为“安全惩罚”。你在规避风险的同时，每年也失去了一定金额的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们站在比较保守的立场上，假定每年承受的安全惩罚是3%。这就意味着你投资到最安全的资产上的1美元，如果投资到风险资产上，10年后投资风险资产的1美元将会变成1.34美元，20年后将会变成1.81美元，30年后将会变成2.43美元（要明白这些数字只是代表预期收益，也可能存在这种可能，30年后你所投资的风险资产只价值1.20美元，或者高达5美元，如果你确定能获得2.34美元，那么就不存在额外的风险）。你应该忘掉那些更高的收益率，因为一旦遇到下跌幅度比较厉害的熊市，你可能在几个月的时间里，损失高达1/3，甚至达到更严重的1/2的资产（尽管这样的熊市经常会反弹，但情况并不是总是如此）。

与目光短浅的风险厌恶做斗争对每一个投资者来讲，都是一件极难完成的心理挑战，我知道只有两个方法能够做到这一点。第一个方法是尽可能地少关注自己的投资组合。行为金融学家发现，不论是在实验室还是在真实的世界中，那些从来不关注自己的投资组合，任由其面临更高的风险的投资者，最终获得的收益率要高于那些经常关注自己投资组合的投资者。想一想你的房子,你不可能每天或者每年都估算它的价值。你很乐意拥有它，哪怕有时候它的真实市场价值会下跌20%，你对此也觉得无所谓。

格雷厄姆在1929年大危机中发现了这一规律，购买那些消息并不透明的抵押贷款债券的投资者们一直持有这些债券，而报纸上并没有这些债券的相关信息。一方面，这些投资者的最终收益都不错，因为他们不需要天天面对这些亏损消息。另一方面，公司债券的持有者们所承担的债券价值真实下跌幅度，要低于抵押贷款债券，但是由于这些公司债券的报价可以经常见到，所以这些投资者忍受不了恐慌的折磨，过早地抛售了债券。

另外一种避免目光短浅的风险厌恶方式，是持有足够多的现金资产，在市场下跌时，你有恰当的应对措施："没错，我亏损了一部分钱，但是没有我身边的人亏损那么多，而且我还有足够的现金在价格比较低的时候继续补仓，充分利用低价带来的好处。"

在每一天结束的时候，聪明的投资者知道对短期亏损的本能反应具有很强大的破坏力。他会有规律地告诫自己，从而将劣势转换为优势，不断调整自己的投资组合，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样一来，当前的低价就意味着未来比较高的收益率。

不存在伟大的公司

事实上，还存在与“敢于迟钝”相关的另外一种模式。我们很容易犯这样的一类错误：迷信伟大的公司或者伟大的股票。每个人都希望能够拥有成长性最出色的公司，然而历史反复告诫我们，最差劲的公司获得的收益率往往是最高的。

在现实世界中，超级成长只是一个美好的幻觉，而且这一幻觉消失得还很快，当你还没来得及感叹“收益奇迹”的时候，它就不见了。的确，回顾历史，我们也有可能找到像沃尔玛和微软这样的公司，它们都经历了很长一段时间的收益增长，但是，我们事先从那么多股票中找出这样的公司并且购买它们的股票，这样的概率与中彩票基本差不多，是非常渺茫的。

你也可以考虑通过我们上一部分提到的一些指数型基金，增加你的投资组合中价值型股票的比重。遗憾的是，我们将会在第 13 章论述这基本不可能，可能是由于税收效率方面的因素，或许是受你的职位所限。不过，最起码我们应该小心那些成长型股票受到的赞美，尤其是当人们开始谈论投资的“新时代”到来的时候，更应该谨慎。借用我的同事拉里·斯维多（Larry Swedroe）的一句名言：“市场没有什么新鲜事，只不过有些历史你不知道而已。”

享受随意

我们应该认识到，事实上，所有的股票市场模式都是一致的。如果详细分析足够多的数据，你将会发现一大堆股票挑选标准和判断市场涨跌时机的原则，这些都会让你变得富有起来。然而，除非你拥有一台时间机器，否则，这些都是没用的。有经验的投资者很快就会意识到，由于市场行为都是随机的，昨天的历史很难对明天的走势预测有什么帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者应当接受股票市场模式其实是幻觉这样的现实。在与市场打交道的时候，最安全和最能够带来盈利的假设，是市场不存在固定的运行模式。尽管有少许关于股票和市场收益率的统计预测指标，但真实的金融世界其实完全是一片混沌。你越早意识到所谓的系统、权威或模式都是没有用的，对你的好处和帮助就越大。

最重要的是，要完全无视那些通过对金融和经济数据进行分析，来预测市场走向的市场战略分析师们。

整合你的心理账户

我敢向你保证，每个月、每个季度、每年或者每 10 年，你都会遇到一类或者两类让你因为没有多买点而懊悔到甚至想揍自己一顿的资产。当然，同样也会有一种或者两种资产让你特别后悔当初选择了它们。

有些类型的资产，特别是贵金属和新兴市场国家的股票，它们的价值在 1~2 年内可能下跌了 50%~75%，它们也的确应该下跌。不要让这些资产进入你的投资组合，否则这会让你很痛苦。为了获得所有资产的市场收益率，在它们的价格急剧下跌后，你应该继续持有它们。如果你不能将这些下跌了的资产加进你的投资组合中，你可能会失败。投资组合就是这样的事情：尽可能不要关注投资组合中单个资产的表现。

不要对取得的成功洋洋得意，至少，你应该关注那些不好的结果。投资组合的总体收益率才是最关键的事情。在每一年年末，你都有必要认真计算一下投资组合的真正收益率是多少。如果你的数学知识不够好，不知道怎么样去计算，那么，就让你的会计师帮你完成这项工作吧。

我们将会向你演示如何计算年终收益率。如果你的投资组合没有增加或者撤出任何资产，那么只需要将年终价值除以年初价值再减去 1 就可以了。例如，如果在年初的时候，你的投资组合价值 10 500 美元，到年末的时候，价值 12 000 美元，你的收益率就是（12 000÷10 500）－1.0=0.143=14.3%。如果这一年内，你的投资组合有现金流入或流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，那就要加以调整。首先要做的事情是计算净流入。在前面提到的案例中，如果你先增加 1 000 美元，然后又从组合中提走 700 美元，那么你的净流入为 300 美元。你需要在分子上减去 150 美元，同时在分母上增加 150 美元。因此，(12 000－150) ÷ (10 500+150) =1.113，你的收益率就为 11.3%。如果你的净流出为 300 美元，那么计算就正好相反，分子上加上 150 美元，分母上减去 150 美元，其结果就是(12 000+ 150) ÷ (10 500－150) =1.174，你的收益率就是 17.4%。

不要变成超级富翁

富有的投资者将会意识到他们是投资行业中的"现金奶牛"，他们可以很轻松地投资大多数的专有投资工具：独立账户、对冲基金、有限合伙以及其他类似的产品，这些工具为他们量身打造，目的是从他们那里通过佣金、交易费用或者其他费用的形式获得高额的收入。超级富翁们总是对那些看起来高深莫测的研究、交易和税收策略有着深刻的印象，不要被这些给愚弄了。记住，全美国最大的投资机构是养老基金，既然它们都没有能力战胜市场，那些拥有资产超过千万美元、甚至亿万美元的富翁们同样不可能战胜市场。

我给这些富翁们的建议是什么呢？将胃口放小点，向那些收费比较低的指数型基金拨打免费的 800 电话进行咨询。大多数的基金会为富翁们提供各种各样的投资组合服务，并收取相应的服务费用。这也许并不能完全满足你的要求，但是可以让你时刻保持清醒，远离狂热的普通大众，保证你获得的收益率高于那些支付高额房租的邻居们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 避免羊群效应。如果你做不到这一点，就应该学会无视他人或者与众不同，因为传统的认识通常是错误的。

2. 避免过度自信。跟你做交易的对手可能比你更有知识、速度更快、装备更好。仅仅通过看一些新闻杂志或者运用一些简单的选股策略与交易规则，就企图战胜市场是很荒唐可笑的想法。

3. 不要对某一资产过去 5 年或者 10 年的业绩表现过分关注。通常情况下，往往是那些过去 10 年业绩表现很差劲的资产在接下来的时间里表现很突出。

4. 令人感到刺激的投资通常不是什么好事情。如果想从投资活动中寻找快感或者刺激，可能会让你变得越来越穷。

5. 不要过于担心短期损失。尽可能通过分散化投资，让你的注意力集中在避免选择那些长期表现比较差的资产。

6. 市场总是偏好那些成长型股票，从而导致它们的收益率比较低。好公司的股票未必就是好股票。

7. 小心根据历史走势作出的预测。通常这都是根据机会选择出来的结果，而且不大可能再次发生。

8. 关注你的总体投资组合，而不是只关注投资组合的构成部分。每年计算一下你投资组合的总体收益率是多少。

9. 如果你非常富有，要意识到你的经纪人可能会想尽一切办法向你推荐各种投资产品，从而让你支付昂贵的费用并承担不必要的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FOUR PILLARS OF

第四支柱

投资行业

INVESTING

Lessons for Building a Winning Portfolio

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骗人的吠犬

除非你打算和朋友私下里进行股票和债券买卖，否则你就要面对掌控现代美国宏观经济的庞然大物：金融业。别搞错了，你将与它进行的是一个残酷的零和博弈：从佣金、管理费用到交易成本，收取的每一分钱对你来说都是不可挽回的损失。

这个行业的每一个部分（经纪公司、共同基金和媒体）都将各有所获。虽然他们的业务和策略有些不同，但是他们的最终目标是相同的：尽可能地将你的财富转移到他们的账户上。经纪业是最危险、最贪婪，也是最容易被搞定的，因为它完全可以被绕过。但你将不得不与基金行业打交道，我们会在后面讨论这个重要领域的支柱。

早在 70 多年以前，记者弗雷德里克·艾伦（Frederick Allen）就发现这样一个现象：那些构思广告文案的人比撰写历史的人对国家的影响更大。你从金融媒介那里阅读到和听到的 99% 的新闻，都藏有广告的影子。

在我们现代的社会生活中，要想避开报纸、杂志、网络和电视是不可能的。所以，你必须了解金融媒体怎样运作，以及它在经纪和基金行业的生存发展中是如何发挥着核心作用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

09 经纪人并不是你的好伙伴

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

一个能够使自己客户群里的客户得到充分满足的经纪人过去是，现在也是一个即将去寻找新工作的经纪人。经纪人必须通过交易赚钱。

——约瑟夫·诺塞拉，《财富》杂志主编

想象一下，你是一个被你们公司指派到西欧一个小国家的商人。我们姑且称这个地方为“Churnovia”（它毗邻“Randomovia”，第3章中出现过这个地方）。虽然你发现那里的气候、文化和饮食都符合你的喜好，但你还是非常想知道这个国家的法律制度。

某一天，你觉得腹部有些疼痛，当你赶到医院的时候，更是痛苦难忍。你被送进手术室，割掉了阑尾。看上去你恢复得很快，而且也很快就出院回家了。但是，你爱人却在你熟睡时发现了一件奇怪的事：你的腹部似乎在发出“滴答滴答”的响声。走进一间安静的房间后，你果然听到一阵轻微而有规律的响声从腹部传来。

你找到那个外科医生，告诉了他这个不寻常的现象。医生在把听诊器放回他的白大衣里后，满不在乎地回答道：“噢，是的，做完阑尾炎手术之后肚子发出声响是很正常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的事。”随着疼痛的反复增强，你也越来越担忧，并且发了高烧。

你对 Churnovia 的医疗技术的不再信任，乘飞机回了国。回国后，医生从你的肚子里取出了一块手表，手表附近的大量组织都受到了感染。这一次，你恢复的可就没这么快了。你住进医院，接受了数周的抗生素治疗。几个月后，才返回工作岗位。你开始考虑法律追索权，并向一位国际法方面的专家咨询了相关的问题。

他的回复并不乐观。“你看，Churnovia 和美国在医疗方面存在巨大的差异。Churnovia 对刚进入医生行业的新人并没有严格的学历要求，甚至连医学院都不用读。事实上，有些医生连高中都没毕业，他们只需参加一场死记硬背的多选题考试。为通过考试，他们可以根据需要无限次的参加。通过考试后，就可以挂牌上岗了。更糟糕的是，Churnovia 的医生对他们的病人没有职业道德。对为了经济利益而做的不必要的手术，他们甚至可以轻易地抽身事外。在制定治疗方案时，他们也不会坚持一个特别高的标准。最主要的是，在你刚进入医院时，你在一份‘一切争端提交仲裁委员会’的协议上面签名表示了同意。而这个仲裁委员会的机构是由 Churnovia 的医学会授权运作的。很抱歉，接手你这个案子，真是我的愚蠢之举。”

听上去觉得不可思议吧？事实上，一旦你跨进了零售经纪公司的办公室，就像进入了 Churnovia 一样。

- 经纪公司对经纪人（或者业界所知的注册代表）并没有学历上的要求。没有金融学、经济学、法律之类的必修课程，甚至连进入这个领域的必需条件——高中文凭都没有。只要通过极其简单的 7 场考试，你就踏上了那份有利可图的职业之路。事实上，你对本书讲解的东西懂得越多，就越比一般的经纪人更了解资本市场。我还没有遇到过一个意识到低增长率的股票回报率也低，或者对投资组合理论最基本的原则都了解的经纪人。我也没有遇到过一个意识到资产组合的成交额，会产生负面影响的经纪人。我更没有遇到过一个能用戈登模型来预测收益率的经纪人。
- 经纪人对他们的客户并没有信托责任。尽管法律对“信托”的定义是复杂的，但其基本的义务是始终把客户的利益放在首位。医生、律师、银行家和会计师对他们的客户都负有信托责任，但股票经纪人却没有（投资顾问是有的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 几乎很少有其他的行业，其服务提供者的利益如此不同于客户的利益。当你设法减少你的周转费用、管理费用和佣金的时候，你的经纪人的最大兴趣却是将这些费用最大化。一个白发苍苍的老经纪人的箴言完美地诠释了这个目标："我的工作就是慢慢地把客户的资产转移到我的名下。"
- 几乎所有的经纪公司在给你开户的同时，都会征得你的同意：未来任何的法律纠纷都将通过纽约证券交易所公司或纳斯达克公司得以解决，即通过经纪人自己的交易集团仲裁加以解决。

在后文中，我们会回顾这个关于经纪业的可悲故事，以及经纪业和你的利益是如何截然相反的。

梅里尔的背叛

不管从哪个方面来衡量，查尔斯·爱德华·梅里尔（Charles Edward Merrill）都是一个充满活力的梦想家。当然，他肯定不是一个刻板的人。他是一个自我夸大，与其他男人的妻子们过分的纵情狂欢，喜欢酗酒的人，也是一个在第二次世界大战期间几乎单枪匹马担当了金融服务业先锋的人。他的梦想的起落（作为公众信托的经纪公司）是一个值得讲述的故事。

梅里尔出生于 1885 年。他从艾姆赫斯特学院（Amherst College）辍学后，就加入了经纪行业，并很快成立了一家成功的投资银行和零售证券经纪公司。尽管梅里尔试图改变，但是 20 世纪 20 年代后期衰败的金融环境还是击败了他，随之倒下的还有大量的公司和公开操纵的股票。那时的华尔街成为终极幕后交易人士的扑克牌游戏。在游戏中，投资公众总是扮演被骗的一方。1929 年的股市大崩盘产生了一波对经纪业强烈反感的浪潮，这导致 1933 年和 1934 年《证券法》和《格拉斯 – 斯蒂格尔法案》的通过。这些法案对当今的金融业仍产生着重要的影响。但在此之前的几十年时间里，查理·梅里尔就已经发觉有些不对劲，并试图纠正。1939 年，他得到了这个机会，开始领导一家新公司：合并后的美林公司，之后被重新命名为美林证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梅里尔以工作为乐，并把恢复公众对经纪业的信心作为他的使命，简而言之，就是“让华尔街变成为普通大众服务的地方”。这是一项艰巨的任务，而他的方法只能是改革。改革最重要的一点，是他向经纪人支付工资，而不是佣金。自“证券批发商”于 17 世纪后期首次在伦敦真者里的咖啡馆开始他们的交易以来，经纪人就通过“榨取”他们的客户来求生存：为获取丰厚的佣金而鼓励客户过度交易。

梅里尔试图告诉投资公众，他的经纪人与那些竞争者是不同的。那些竞争者就贪婪于佣金，而他的受薪雇员则会扮演客观公正的公共资产管家角色。他不会对投资者获取的股息收取费用，与其他的“电讯化经纪公司”（被称作靠电话联系业务的经纪公司）完全不一样。佣金在可允许的交易范围内被降至最低。虽然比现今的标准更高一些，但是美林公司的客户能拿到的利率是在其他公司里只有大客户才能拿到的。美林公司的经纪人总会在一只特殊的股票中牺牲公司的利益，透露一些不是法律所要求的，且在其他行业也是闻所未闻的信息（甚至在今天也很少有公司这样做）。热点提示被分析性研究取而代之。

梅里尔的变革成功了。在 1956 年他去世的时候，美林证券已经成为全美最大的电讯化经纪公司，拥有 122 个办事处，5 800 名员工和 440 000 位客户。然而，梅里尔却是带着遗憾离去的。

尽管美林证券已经做到了向大众市场的转型，但是华尔街的其他经纪公司还没有变成为普通大众服务的机构。它们继续像过去那样对待客户：不是作为一个受尊重的、因最高效而值得拥有的投资产品对象，而是作为一个“收入中心”。

更糟的还在后面。唐纳德·里根（Donald Regan，之后成为财政部长）在 1968 年接手掌管了美林。那一年的市场很活跃，就像现在一样，科技股盛行一时，交易量非常大。所有以佣金作为收入基础的其他公司的经纪人都赚了不少钱。但是在美林，以工资为收入的经纪人可就不开心了。在唐纳德上台后的很短时间内，“叛逃者”不断增加。这迫使唐纳德仿效其他公司的做法，允许他的团队收取佣金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就这样，梅里尔的传统和他的客户被背叛了。短期来看，唐纳德拯救了这家公司："叛逃"停止，重新赢利，美林的交易量就像其他每家公司那样猛增。与此同时，公司停止了将其客户的利益作为神圣不可侵犯的信用托付。为了佣金，公司把客户变成了带来滚滚财源的摇钱树。

这是这家现代零售经纪公司作为一家对社会有利的企业的终结点。它输给了其他公司，尤其是富达的内德·约翰逊（Ned Johnson）和先锋集团的约翰·博格，输给了后来以对于普通投资者来说低廉的价格进入市场的赢家。我们将会在下一章讲述这个故事：共同基金行业的兴起。

股票经济活动不为人知的另一面

很少有行业像股票经纪行业一样，对重要的研究如此含糊其辞，有关经纪人背景、业绩表现、投资组合营业额和费用的基本数据根本不存在。真正让人惊讶的是，负责保护公众在资本市场利益的美国证监会，收集到有关行业的业绩水平、收费、营业额和其他费用的信息也很少，它似乎对作为一个群体的经纪人的知识水平根本不在意。这是一个可悲的事实，在大多数州，你通过 7 场考试就开始管理其他人毕生积累的储蓄的速度，或许比你得到一个美甲师上岗证的速度还要快。

经纪行业本身就对费用、业绩表现和公司业务守口如瓶。正因为如此，我们不得不去认真审视那些间接的证据：轶事中所描述的大规模的电讯化经纪公司的资质、培训、激励机制和文化。即使是最粗略的研究也显示，他们有很好的理由需要保密。

第一手观察是最明显的。正如我们讨论过的那样，一般来说，你的投资回报是市场回报减去你支付的费用。难道不能说你的经纪人有保持那些费用（那几乎是他唯一的收入来源）尽可能高的动机吗？为证明这一点，只需看看经纪人对他们的客户推荐和不推荐哪些产品。经纪人很少推荐国库券，因为它们只能带来微不足道的佣金收入。你也很少看到经纪人推荐免佣基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委托交易并不是有原则的交易

经纪人收入的来源之一：价差，存在着许多混乱之处。一只股票或债券的价格不是一个，而是两个：较低的“买价”和较高的“卖价”。你以较高的卖价买入，以较低的买价卖出。在交易量大的股票中，两者的差别很小，一般小于 1% 的购买价；但在交易量很少的股票中，差别却很大——高达价格的 6%。这样一来，投资者每次买入并卖出一只股票或债券，就会损失买价和卖价之间的价差，价差由此流入做市商手中。这里的做市商，是指在任何时候都保持股票或债券的存量，以便顺利交易的人或公司。

在正常情况下，经纪人扮演的应该是一个“代理人”的角色，这就意味着他和他的公司并不是做市商。他们与做市商交易，对提供的服务收取相应的佣金，而不是获得差价收入。但经纪人常常扮演“委托人”的角色，这事实上就意味着他的公司是从自己的客户那里进行买入和卖出交易的做市商。在此情况下，他们确实可以拿到价差，同时不允许收取佣金（虽然违法，但是在委托交易中再收取佣金，这样两头拿钱也不是一件稀罕事）。“委托交易”通常被作为交易确认，这就是最容易作假的地方。

委托交易的利润率非常高，客户几乎不会发现他刚购买的股票或债券，正是从公司的其他客户那里以较低的价格收购来的。客户只是被告知委托交易中“没有佣金”，仿佛他们刚从公司那里得到了一点意想不到的恩惠。

更糟糕的是，许多电讯化经纪公司的委托交易采取“特殊”的形式：经纪人向客户兜售由公司一流分析师作出的漂亮报告，以向客户发售由公司承销或大量收购的不良股票和债券。能够向不知情的客户成功推销这种大量“有毒废物”的经纪人会获得一定的奖金和奖励（一般是出国度假）。我从未见过一个经纪管理账户不是以晦涩难懂的语言来粉饰流动性差、具有较高的佣金和价差的股票和债券的，这些证券采取的都是“特殊”的形式。可悲的是，客户从未被告知此类交易涉及这样一个特殊的形式。

大多数经纪公司也销售共同基金。这些基金几乎都有销售费用，或者“要收佣金”。在下一章，我们会看到收费基金不比没有销售费用免佣基金表现更好。但是很明显，经纪人几乎不推荐免佣基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你有没有想过你的经纪人是怎样提出他的建议的？你认为他有仔细地分析过市场和一只只股票，仔细检查每家公司的基本财务数据、行业发展趋势和销售数据吗？几乎没有。一般的经纪人都是推销员，而不是金融专家。你的经纪人的选股直接来源于“通话盒”（squawk box），即连接每个分部和总部的扬声器。该公司的行业分析师和策略师每天数次同时向全国各地数以千计的经纪人报告他们的结论。数天后，你将会从你的经纪人那里得到热点提示。

问题在于你作为一个小小的零售客户，是最后才收到这些信息的。那些大型的投资机构：养老基金、私募基金、共同基金，在你之前很早就已经收到那些信息了。在你的经纪人打电话告诉你这个建议时，股价就已经被推到一个很高的位置了。券商股票分析的世界是一个很小的、近亲繁殖的世界，作为公司核心的高管们只向分析师施舍少量的有关他们公司的金融信息。不仅所有的分析师得到的信息来自同一个地方，他们有机会得到的信息也主要是建立在公司的美好愿景之上的。

如果分析师对于关联公司发表过多的评论，那么作为行业生命源泉的信息就会枯竭。所以，从分析师那里得来，通过通话盒传达给你的经纪人，再机械地重复传达给你的建议很有可能是有所保留的。

由分析师到经纪人再到你的信息流，在另一种重要的方式中是有缺陷的，经纪公司与投行部门在承销新发行的股票和债券之间存在联系。这些操作是有利可图的，但对于不知情的投资者来说却是一个雷区。我们已经见过这些特殊情况了——常常是新承销的销量不好的股票和债券。极少公开、联系范围更广的是经纪分析师和关联公司之间达成的妥协约定。经纪分析师告诉经纪人推荐哪些产品给客户，关联公司从经纪人的建议那里也能获取一定的收益。

分析人士对建议购买他们公司承销的股票，或他们正在寻求承销业务的股票，感到巨大的压力。分析人士的建议经常用诸如“跑赢大盘”、“累积”或“持有”的委婉语言粉饰。“卖”字似乎并不在他们的字典当中，因为它很可能激怒潜在的承销客户。当谈及提建议时，“持有”是给出的最差的建议之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种复杂的关系的意义在于，你不能轻信你的经纪人所提出的建议。将建议传递给经纪人的分析人士会真正相信他的购买建议吗？还是他仅仅是为了公司投行部门的业务增长而大力吹捧那家公司？分析师会不会认为你应该卖出你名下的一些股票，但又害怕得罪关联公司？因为经纪公司希望获得或保持其投行部门的业务，这些争议在几年前的互联网狂热的后期已经完全失控。在这期间，巨大的承销利润在投资银行家眼前不断摇晃，零售客户的利益被彻底遗忘了。比起服务于客户的利益，各大主要的电讯化经纪公司的最负盛名的技术分析师们，更多地受到承销业务的利益驱使。当投资者发现这个情况时，已经为时太晚了。

考虑到这些不正当的激励，你应该不会对造成问题的原因是制度的弊端而感到惊讶。从内部来看，经纪业似乎配合参与了几乎所有的过度交易以及由此带来的费用和价差。经纪业务最令人震惊的一面，是经纪人几乎从来没有真正地计算过他们客户的投资效果，更不用说为提高效果想办法了。近几年来，他们的运作方式已经有所改变。以管理投资组合来收取包括佣金在内的一整套费用的“管理账户”越来越受到欢迎。另一项创新是可用于固定费用的、允许无限制交易的账户机构。但在一天结束或你离岗之时，大多数电讯化经纪公司会按“2% 规则”来操作（以公开或者隐蔽的方式）：对你的客户的资产收取 2% 的费用和佣金。

以我自身的经历来看，2% 这个数据是非常保守的，每年从账户中提取将近 5% 也不是不正常的事情。你可能会说 2% 听上去并不多？如果你的投资组合在未来几十年的实际回报率是 4%，你将把其中的一半交给你的经纪人，剩余的 2% 才属于自己。经过连续 30 年的复利计算，本来应该属于的你 1 美元，到时候只剩下 55 美分。

真正考虑了一般经纪账户的回报率和营业额水平的研究只有两个。第一个是普渡大学和犹他大学的盖瑞·施拉宝（Gary Schlarbaum）和他的同事们所做的研究。他们发现，至少从表面上来看，他们研究的经纪账户即使在扣除费用后，似乎还是获得了市场的平均收益率。不幸的是，他们的研究仅涵盖 1964—1970 年这段时间。在这 7 年中，小盘股平均每年的收益率要比大盘股高出 8%。由于中小投资者比机构投资者更倾向于持有小公司的股票，他们的回报率应该更高一些。但由于当时采取了相对简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的方法，真正的亏空量也是无法确定的。

更令人不安的是这些账户中产生的交易量。在超过 7 年的时间里，2 506 个账户里共产生了 179 820 笔交易。也就是说，平均每个账户有 76 笔交易或每年大约有 11 笔交易。以平均每笔 150 美元来算，这个数额就达到了每年 1 650 美元。由于中间账户的规模约为 40 000 美元，即每年被撇去顶部的 4%。30 年前的交易成本高，一般账户不会持有很多股票，所以这些账户每年翻一番。为了更好地考察成交量，这个想法可能会更好——看看在这 7 年里，没有交易量的账户有多少：2 506 个账户中仅有 17 个账户。在这一人群中，买入并持有的投资者并没有多少。

每年 4% 的佣金意味着什么？理论上来讲，几十年后，你经纪人的银行账户里的钱会比你的账户上的钱更多。用图 9—1 来说明，假设你和你的经纪人每年都有 8% 的回报率，但是他每年从你的投资组合中抽取 4%，给你留下 4% 的回报率。同时，他可以投资他的佣金来获得 8% 的回报率。17 年以后，他积累的财富就超过了你的。28 年以后，他的财富将会是你的两倍。

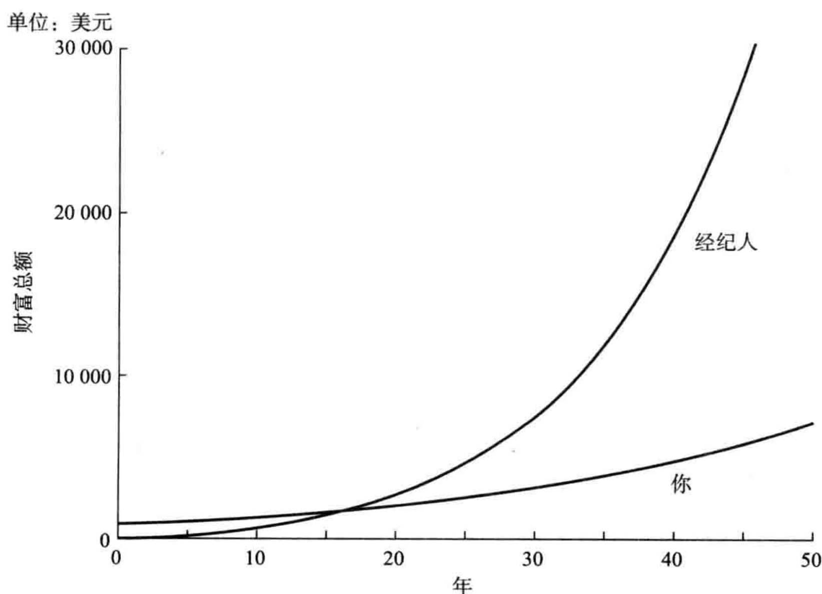


图 9—1　你和你的经纪人（8% 回报率，4% 费用）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一项主要研究是由布拉德·巴伯（Brad Barber）和特伦斯·奥登（Terrence Odean）在一家“大型折扣经纪行”完成的。研究表明，一般的投资组合每年的交易周转率大约为75%，20%最活跃的交易者的股票平均交易周转率为258%（换句话说，每个头寸平均每5个月都被交易过一次）。100%的交易周转率意味着投资者损失4%的回报率。请注意，这是在折扣经纪行，收费比在一个普通的提供全面服务的经纪公司更低，而且经纪人不收一分钱佣金。

即使是经纪人和现任及前任客户之间最偶然的合作，也向我们展示了几种令人困扰的模式。

- 经纪人显然占据了复杂投资和专业知识的最底层，顶层是机构货币基金经理和经纪公司的行业分析师，他们非常熟练地掌握了现代金融的基本知识。据我所知，许多这样的电讯化经纪公司的精英，实际上将他们的资金投资在指数基金上。除非你是一个大客户，否则你将永远不会与这些人接触。当然，事实上你的资金也不会由他们来管理。普通经纪人通常对交易量和回报之间的关系，如何建立一个有效的多元化投资组合，以及不同的资产类别的预期收益率一无所知。我还没有遇到知道价值型股票从历史上看，比成长型股票有更高回报率的经纪人。显而易见的是，经纪公司培训他们并不是为了投资，而是为了销售。
- 经纪人几乎不太注意为客户赚取的收益率。碰到一个经常替他的客户计算每年收益率的经纪人，已经是很罕见的事情，更别提分析这些数据背后的涵义了。事实上，各大主要经纪公司的企业文化完全忽略了我们最近一直在强调的事情：实际有用的、客观的、基于事实证据的科学调查。如果你在几杯酒下肚以后，问一个经纪人花了多少时间，来和他的同事们讨论怎样提升他的客户的收益率，你准会被白眼。
- 经纪人的确接受过严格的训练，有时还会持续好几个月的时间——在销售技巧方面。所有的经纪公司花巨额资金来教育他们的学员和注册代表，哪些是他们真正需要知道的：如何接近客户，推销建议，然后成交。一名记者在花了数天的时间观察美林证券和保德信－贝奇证券公司 (Prudential-Bache) 的培训流程后，发现大多数的学员根本没有金融背景（或者就像一名曾是汽车销售员的学员所讲述的一样，“投资不过是另一辆汽车”）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 虽然上过长达几个小时的关于股票和债券的基础课，但是连续的授课是为了让这些“新兵们”领先他们的客户一步。大部分的训练时间都花在了一个像实验室一样的语言环境中，学员们在其中讨论复杂的销售剧本的角色扮演。现代的经纪人被教育不要强出头，而是要吸引潜在客户来讨论他们的忧虑和需要。30 年前，一个经纪人会被教着对潜在客户说："美国电话电报公司准备实施一项大举措，我们 E·F·赫顿（E·F·Hutton）公司的人认为你应该买 200 股。"现在，学员们被传授了这种方法："史密斯先生，你最迫切关注的是什么？"话语中销售的味道减少了许多，但这是为了他们可以更好地销售。在学习的尾声，有望成为美林证券公司员工的学员会被鼓励去获得他们的房地产和保险许可证，以及每周至少 180 通电话推销。
- 经纪人每时每刻都在考虑些什么呢？销售！销售！还是销售！这是因为，如果他们不销售，就会面临失业，坐上下一班回老家的火车。对销售的过分注重，培养出了一种奇怪的道德缺失，就像所有的人都在道德上有模棱两可的立场一样，对于各种情况下客户投资组合的损失，经纪人总能找到合理的借口。他们提供宝贵的意见和准则，能够打败市场，并且在市场困难的时期提供精神安慰和个人意见。不论他们如何花言巧语，请面对这个可怕的真相：没有他们，客户的情况会好得多。这并不是说，那种可以领会和管理工作中的内部利益冲突的诚实的经纪人是不存在的。但在我看来，那并不多见。毕竟，对于客户来说，最好能使投资费用和成交量尽可能的低，即让经纪人的收入最小化。经纪人醒悟后，离开企业的也并不少见。有时，他们甚至会变成仅仅收取费用，而不依赖交易作为报酬的顾问（事实上，我就是一家收费咨询公司的委托人，必须承认，很多在交易中收取的费用与你在经纪公司看到的情形类似）。但是，毫无疑问，你不会在一家提供全面服务的经纪公司中找到这样的一个人，除非他打算在服务你之后退出该行业。

经纪人可能会反驳说，为了保持与客户的长期合作关系，他们必须正确地对待客户。事实是可悲的：一个经纪人花一年时间利用客户为自己牟利所获取的钱，比 10 年真诚对待客户赚到的钱还要多。对大多数人来说，比起抵抗诱惑，他们更容易在诱惑之下走错路。

本书中，这一章的信息是最清楚的：在任何情况下，你都不应该与“全面服务”经纪公司有任何瓜葛。不幸的是，这常常是说起来容易做起来难。你的经纪人常常是你的邻居，甚至家庭中的一员。随着时间流逝，他们都会变成你的朋友。切断与专业人士的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联系是一个极其痛苦的过程，即便这个联系是维系你财务活动所必需的。

通过掌握这本书讲解的知识，你可以在没有外部力量帮助的情况下打理你的资金。但是如果你委聘了一个顾问，请确保他或她的报酬仅仅源于你所支付的费用，而不是销售费用、基金的付费或他们销售的其他投资产品。道理很简单：你不想任何一个人接近你的资金，但顾问或经纪人的报酬却与他选择的投资工具有着这样或那样的联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 共同基金也不是你的朋友

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

我们已经看到了投资业务的第一支柱经纪业，是一个怎样背信弃义的行业。第二支柱共同基金业中的敌对的氛围与欺骗的“味道”则相对比较缓和。和零售经纪业务不同，你完全有机会在没有损失的情况下，与共同基金业务打交道。虽然这个行业也有许多类似的陷阱，但是它们更容易被发觉和避免。

侵占你的利益

正如我们已经讨论过的那样，共同基金（一种适合于小型投资者的高度分散化、投资于股票和债券的投资产品）首次在20世纪20年代改造了金融业的面貌。1940年的《投资公司法》解决了早期的逾越行为和不规范之处，创造了现代相对可靠的“开放式”基金。相对于那些不能随便申购和赎回基金份额的“封闭式”基金、交易所买卖基金和20世纪20年代的投资信托，“开放式”基金可以被任意申购和赎回基金份额，以满足购买和销售的需要。但是，即使是今天的共同基金，也远远做不到完美无缺。

最容易避免的共同基金陷阱是收费基金。收费基金通常会被经纪人销售或用作保险工具，它含有销售费用，也通常附带其他持续性的费用。设计这些持续性费用，是为了把你的财富转移到卖给你基金的人手中。这些销售费用既可能是前端收费（“A份额”，买入时收费），也可能是后端收费（“B份额”，卖出时收费），还可能是持续性收费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你从销售费用中会得到什么呢？什么都得不到。在表 10—1 中，我列出了有销售费用的基金（收费基金）和没有销售费用的基金（免佣基金）。根据晨星公司指标分类的九种类型基金的十年期投资回报率情况，收费基金的年均回报率是 0.48%，低于无收费基金的年均回报率。在收费基金收取的费用中，12b-1 费用占了主要份额。12b-1 费用是美国证监会规定的，用于支付营销支出的一项额外费用。其理论依据就在于这项收费有利于基金积累资产，从而扩大规模，降低费用。正如你在表 10—1 看到的那样，这简直是岂有此理。即使从收费基金的收费率中减去 12b-1 费用，它们的费用仍然比免佣基金要高。

表 10—1　　1991 年 4 月至 2001 年 3 月收费基金对比免佣基金　　单位：%

类别	十年期收益率	费用	十年收益率	费用	12b-1
大盘成长型基金	14.30	0.98	13.33	1.70	0.64
大盘混合型基金	14.07	0.83	13.58	1.65	0.63
大盘价值型基金	13.98	0.96	13.66	1.64	0.63
中盘成长型基金	14.21	1.06	13.53	1.82	0.67
中型混合型基金	13.76	1.09	12.83	1.72	0.66
中盘价值型基金	14.36	1.12	15.09	1.84	0.66
小盘成长型基金	14.67	1.17	11.86	1.92	0.66
小盘混合型基金	13.07	1.07	12.96	1.84	0.62
小盘价值型基金	13.48	1.17	16.14	1.82	0.58
平均	**13.95**	**0.98**	**13.47**	**1.72**	**0.64**
	免佣基金		收费基金		

更糟糕的是，在表 10—1 中，收费基金的费用和回报率的计算，未考虑通常约为 4.75% 的费用本身。用 10 年时间来平摊这些费用，你每年又会损失额外 0.46% 的回报率。

谁来买这些垃圾基金呢？不知情的投资者。谁把它们卖给了投资者？经纪人、投资顾问和保险业务员。这犯法吗？不，但这本应该是犯法的。

与收费共同基金密切相关的是可变年金。它们由保险公司售卖，并且含有保险的特征。和收费基金一样，可变年金大多有比收费基金更高的销售费用和持续性的保险收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费。这些产品不是用来买而是用来卖的，它们唯一的好处是在赎回之前复合免税。但是，这项税收优惠只占累计成本费用很少的部分。更让人担忧的是，保险代理人、理财规划师和经纪人为了无需递延所得税的退休账户，售卖了大部分的可变年金。下面专为投资顾问发行的贸易期刊《理财规划》（*Financial Planning*）上肯珀养老金和人寿保险公司（Kemper Annuities & Life）最近投放的一则广告：

现在有一种养老金一直在保持支付，支付，支付，支付，支付，支付……

广告接着解释产品是如何被推广的。盖特威激励可变年金（The Gateway Incentive Variable Annuity）每年支付业务员 4% 的预付佣金和 1% 的“经费”。广告敦促那些阅读杂志的专业投资者去“寻找更多的养老金来不停地支付，支付，还是支付……”

毫无疑问，这对业务员来说是一笔大生意，但是对于购买这些被美化的产品的人来说可就不是这样了。他们得预付 4% 的销售费，然后每年支付一次 1% 的“经费”。我在这里给出的信息很明显：避开有销售费用以及其他费用的共同基金和可变年金。只购买真正的不附加任何费用（包括 12b–1 费用）的免佣基金和养老金。主要的免佣基金公司有富达、先锋集团、贾纳斯（Janus）、普信集团（T. Rowe Price）、美国世纪（American Century）和景顺集团（Invesco）。

胜利在望，但还没有完全摆脱困境

走出收费基金和可变年金的陷阱之后，你几乎就“到家”了。共同基金和零售经纪业务最明显的区别就是业务的透明度。基金业务的透明度是非常惊人的，只需翻开日常的报纸，你就能比较数以千计的股票和债券基金的业绩表现。再稍微多花一些力气，你就可以清楚地知道每只基金的费用支出。想象一下，如果你打电话给当地的经纪公司，并试图得到里面每个经纪人的业绩表现和费用的数据，那会怎样？如果你还算幸运，他们会捂嘴偷笑，然后礼貌地建议你管好自己就行了。

这条信息的可用之处，在于基金公司的利益与你的利益联系更紧密一些。鉴于普遍存在的基金绩效信息，投资者对于短期和中期的基金回报率非常敏感。与零售经纪业领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域不同，基金行业高度关注投资绩效。

但是你和你的基金公司并不是一直都在同一条战线上的。你和基金公司的利益在一个关键的领域存在分歧：管理费用。为了解这些，让我们来看看图 10—1。我所绘制的是 2000 年 2 404 只国家大型共同基金的绩效。请注意，那一年的基金业绩表现差别非常大：310 只基金的收益高于 20%，223 只基金的损失高于 10%。这些基金每年绩效的差异如此巨大，以至于投资者常常忽略基金公司是否去掉了费用中额外的 0.5%。

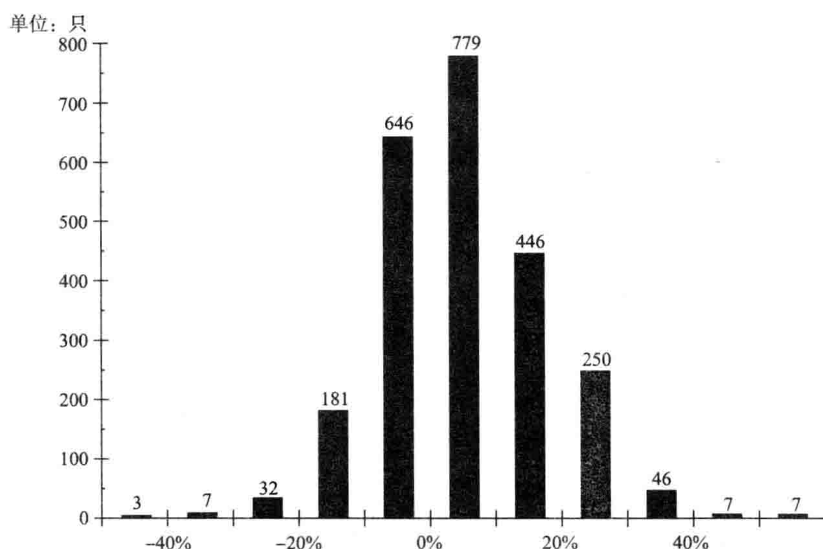


图 10—1　2000 年 2 404 只美国大型共同基金的投资回报率

基金公司非常清楚：在市场很景气的时候，股东们并不关心我们是否增加一点点管理费用。所以，费用会慢慢涨上去。在 1981—1997 年间，平均每只股票型基金的费用上涨了 0.97%~1.55%。这稍微有些夸大，因为许多小型低绩效的基金也被纳入这项统计中，“美元加权”后的平均费用没有明显增加，但是费用增加的趋势却很明显。在过去的几十年里，按照规模经济原理，基金管理的资产规模不断扩张应该使费用水平下降。因此，费用的持续上涨是一件非常可耻的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

猎杀基金

富达投资公司目前管理的资产超过 6 000 亿美元。2000 年对于富达来说并不好过，它没有一只股票型基金位于 310 只收益超过 20% 的大型基金之列。事实上，在它的 72 只大型股票型基金中，仅有 22 只基金有所收益。表现最好的股息增长基金（Dividend Growth Fund）的收益仅为 12.25%。这个表现不值一提，但仍比损失 6% 的大型基金平均绩效要好得多。

为什么富达 2000 年的业绩会这么差呢？这是因为它在大肆宣传股息增长基金。普通基金的投资者并没有意识到过去的绩效已经不存在了，他们只是看到广告，就在没有考虑费用的情况下购买了这只基金。毕竟，如果这只基金在既定的一年时间里，以 18% 的收益击败了同行，一点额外的费用又算什么呢？

在富达公司内部，这种策略被称作“猎杀基金”（gunning the fund）。这方面最早，同时也是最著名的例子发生在大约 20 年前。相比 2000 年，1982 和 1983 年对富达来说是不错的年份，对于那位 30 岁的名叫迈克尔·卡森（Michael Kassen）的基金经理来说，更是如此。他所管理的精选科技基金截至 1983 年 6 月，在一年内获得了惊人的 162% 的收益率。直到那时，富达幕后的首席代表爱德华·克罗斯比·约翰逊三世（Edward Crosby Johnson Ⅲ）才不情愿地动用新闻媒体。在一个助理的说服下，他安排卡森与《金钱》杂志合作，在二月中旬的波士顿，穿着短裤拿着壁球拍进行数小时切题的封面照片户外拍摄。

卡森的封面照片为读者提出了接下来的一个问题：怎样投资共同基金。在风起云涌的市场中，他们是最安全可靠的投资方式。接下来发生的事情超出了富达的想象。在几个星期的时间里，大量新投资者的资金涌入基金，使它的规模扩大到原来的 3 倍，达到了 6.5 亿美元。这在当时是一笔巨大的数目。

除了震惊之外，卡森并没有感到欣喜若狂。要快速有效地在他重点关注的那些相对较小规模的公司中投资这么多的现金，对他来说是几乎不可能的事。由于高科技市场在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随后发生了大崩盘，新股东们向资本市场这所学校支付了高昂的学费。在 1983 年中期资金流入巅峰之后的年月里，这个基金几乎损失自身价值的 1/4。

这一连串的事聚集在一起，就是我所说的“共同基金的幸福层次”。金字塔的顶端是基金家族。不论精选科技基金的业绩表现如何，富达都从它 6.5 亿美元的资产中获得了超过 1% 的交易费用和 3% 前期费用。基金经理不得不面对不可能完成的任务。就像我们在第 3 章中讨论的那样，尝试把一大笔资金迅速地投入市场的一个小角落，产生一组巨大的市场冲击成本。幸运的是，高薪和作为一个新崛起的超级明星基金经理所带来的、为避免他向其他地方兜售稀缺“才能”的更高金额补偿，可以减轻他的痛苦。

金字塔的底端过去是、现在仍然是——基金股东们（或者基金购买者）。追求业绩表现的投资者们唯一做的事情，就是希望与那些声名很快就会消失的基金经理们保持联系。规模扩大后需要着重关注的另外一方面，是这样的一种可能性——基金公司可能没有能力，为新增加的资金规模抵制越来越高的基金费用，新进的基金股东们所投资的部分很可能刚好达到顶峰，这样一来，规模如此庞大的投资将会带来比较大的市场冲击。

富达精选基金之后的表现具有启发意义。在 1983 年和 1984 年获得了近 10 亿的资产后，高科技市场迅速降温，表现不佳的标准普尔 500 指数在接下来的 6 年里平均收益率为 20%。到了 1989 年，基金资产已经下降到 7 100 万美元。此后，这只基金的业绩表现又开始好转，最终在 1998 年达到 10 亿美元的目标。那一年，它以 66% 的收益率击败了标准普尔 500 指数。在 1999 年，随着互联网泡沫的狂热兴起，它的收益率更是高达 96%。在 2000 年科技股崩盘之时，它的资产在一年内扩大为原来的 5 倍，达到了 52 亿美元。

富达精选基金的故事，很好地体现了基金现金流的特征，具有很强的代表性和象征意义。首先，它们基本都是反向指标：市场中表现最好的基金都倾向吸引更多的资金流入。用行话来说，这就是我们所熟悉的“热钱”：天真幼稚的投资者根据基金过往的表现大肆购买所带来的现金流。这通常是一个不好的信号：最高点就在眼前。而且，即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是如此，它也可以被看成是基金业绩表现的累赘，基金不得不面对在固定数量公司股票范围里分配如此庞大的资金带来的挑战。

其次，它突显了投资者和基金公司之间的利益冲突。正如经纪公司存在的目的，就是希望客户能够尽可能多地进行交易那样，基金公司存在的目的也只有一个：聚集资金，不管这些资金被聚集后的表现如何。

很多基金股东都是“热钱”投资者，约翰逊的天才之处就在于，他有能力迎合公众的欲望，让源源不断追求热点的投资被吸引过来。你听说阿根廷和土耳其的债券很流行，想要投资新兴市场国家债券吗？你已经拥有了它们！东南亚国家的股票呢？赶紧吧！无线电？北欧地区？生物科技？都没有问题！“我们属于制造业。我们生产基金。”这就是富达的执行官所采取的方法（顺便说一下，对于富达公司的股东和员工们来说，很少有人希望自己拥有这些基金）。

这个系统不仅在聚集资本时效果显著，还非常像一个名副其实的“蟑螂汽车旅馆”：钱只进不出。富达的股东们被上一年热炒的基金伤害，赎回基金份额并将钱再投资到约翰逊管理的基金中。

我不得不提到晨星不受欢迎基金策略。由于晨星公司位于芝加哥，并且公司有很多爱好体育的员工，他们对失败者有一种特殊的亲近感。1987 年后的每一年，他们会根据上面提到的货币基金资金流动情况，确定最受欢迎和最不受欢迎的基金类别。他们会持续追踪三个最受欢迎基金和最不受欢迎基金未来三年的平均业绩表现。基本上，9 次中有 8 次，最不受欢迎基金的业绩表现会战胜最受欢迎基金，9 次中有 7 次，最不受欢迎基金的业绩表现会战胜股权基金的平均表现。更有说服力的是，在这 7 次中，那些最受欢迎基金还在拖股权基金的后腿。当然，我并不是推荐这样的投资策略，但是，这的确是追逐业绩表现不错的基金可能很危险的最好说明，因为不同类别资产的业绩表现，在趋势上可能会发生转变，也就是说，那些表现不错的基金可能接下来表现会比较差劲，而原来表现比较差劲的基金接下来的表现可能会很不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

照看好你的饼干盒

你和基金公司的利益冲突，与你和你的经纪人的利益冲突是一致的。你和他们玩的都是零和博弈游戏：你以费用和佣金的形式，支付给基金公司或经纪人的每一美元，对你来讲，都是实实在在的损失。不过，经纪行业和基金行业相比，有一个非常巨大的优势：流向经纪人口袋的钱要比付给基金公司的管理费用隐蔽许多。用一个生动形象的比喻来说明，那就是将饼干盒放在孩子们的卧室与放在厨房之间的区别。与放在厨房相比，放在孩子们卧室的饼干盒里的饼干，消失的速度要快很多。

然而，与经纪行业每年 2%~5% 的费率流向经纪人账户的速度相比，基金公司能够拿走的费用要少许多。因为这些费用每隔一段时间就要在报纸上刊登出来，或者必须在年报里面做详细说明（这是法律所要求的），所以很少有费用会被隐藏。

不过，通过放置饼干盒这个比喻，你还是会发现，相比之下，基金公司更诚实。例如，几乎所有的大型基金公司都会提供“股权收益”基金产品，这类基金专门投资有稳定分红能力的大盘价值型股票。先锋股权收益基金的费用是 0.41%，富达基金的费用是 0.67%，斯卡德（Scudder）基金的费用是 0.87%。每家基金公司同时还提供大型国际增长型基金，先锋基金公司的费用是 0.53%，富达基金公司的费用是 1.05%，斯卡德基金公司的费用是 1.12%。每家基金公司也提供小型资本增长型基金，先锋基金公司的费用是 0.42%，富达基金公司的费用是 0.80%，斯卡德基金公司的费用是 1.70%。每家基金公司都提供贵金属基金，先锋基金公司的费用是 0.77%，富达基金公司的费用是 1.41%，斯卡德基金公司的费用是 1.81%。

我只是随机地选取了这四种类型的基金，来看看这三家基金公司同样类型的基金的费用有什么样的区别。我们从中发现了什么呢？这些不同基金家族的文化差异还是很大的。斯卡德基金公司的“胃口”最大，忍不住向饼干盒伸手要东西（这并不是巧合，斯卡德基金公司最近被德意志银行并购，二者都被母公司肯珀养老金和人寿保险公司控股，这家公司就是前面我们提到的不断做广告，反复强调支付、支付的那家公司）。富达显得有些保守，但是也不是很夸张。先锋看上去最守规矩（顺便说一下，我所提到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各种先锋基金都不是指数型基金，指数型基金的费用更低，为了能够更清楚地加以比较，上面所说的各种费用都是积极管理型基金）。

那么，基金公司之间的差别是怎样造成的呢？这是因为它们的所有权结构不同。如今，绝大多数基金公司都被一些大型金融控股公司拥有。以斯卡德基金为例，它最开始被苏黎世斯卡德投资公司（Zurich Scudder Investments）控股，然后又被德意志银行控股（事实上，斯卡德基金在与先锋基金一起开拓国际市场和实施免佣投资之后，经过多次改名，在转变为收费机制和寻找并购伙伴的过程中慢慢走向了衰败）。正是因为这样，基金公司存在的唯一理由，就是为母公司不断带来各种收入。它们的首要目标，正如路易十四对他的征税官下达的著名指令那样："尽最大可能从天鹅身上拔下羽毛，但是不要发出任何声音。"毫无疑问，在这个小小的舞台上，你就是那只天鹅。

对于像它这么大规模的金融机构来说，富达基金的股权结构显得有些与众不同，因为富达完全是私人控股，它的老板就是约翰逊和他的家族。与行业里的其他同仁相比，约翰逊家族显得不是那么贪婪，他们的费用比其他公司要少那么一点点。

记者贾森·茨威格（Jason Zweig）在1997年举行的一次行业论坛上发表的演讲，很准确地抓住这一问题的关键，他通过引用说明的方式开始了他的演讲：

> 今年二月，两位投资基金经理，苏珊娜·扎克（Suzanne Zak）和道格·普拉特（Doug Platt）离开了IAI公司，这是一家位于美国明尼阿波利斯市（Minneapolis）的基金公司。正如苏珊娜·扎克告诉《华尔街日报》那样："现在的这个时刻，我希望能够做回我自己，而不是市场机器的一个组成部件。"道格·普拉特的父亲是IAI公司的创立者，他是这样补充的："我父亲已经经营20年了，现在公司的结构和所关注的焦点与那个时候完全不一样。**从根本上说，IAI公司已经变成了一家只会卖投资产品的销售公司了。**"

随后，茨威格要求与会者考虑一下，他们所管理的公司是一家投资公司，还是销售公司？这两者之间的差别表现在很多方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 销售公司会为那些很亮眼的基金业绩纪录做很多广告宣传，而投资公司则不会这么做。
- 销售公司创立很多新基金，这并不是因为这些产品是好的投资工具，而是因为他们能够将这些产品卖给投资者。而投资公司则不会这么做。
- 销售公司会舍弃那些表现不好的基金，大肆宣传那些能够持续经营的基金。而投资公司则不会这么做。
- 投资公司会不时地告诫客户市场有时候也会下跌。而销售公司则不会这么做。
- 当某只基金会带来额外的冲击成本时，投资公司会向那些新进的投资者们关闭该基金。而销售公司则不会这么做。
- 投资公司会随着资产规模的不断扩大很快降低费用和支出。而销售公司会始终维持比较高的费率水平，不管其规模变得有多大。

按照茨威格的界定标准，只有 10% 的共同基金公司是投资公司，而其他的基金公司则都属于销售公司。投资者要小心啊！

401（k）条款的修补

美国增长速度最快的投资资金池是由雇主发起、份额明确的养老金安排。这一体系的核心是 401（k）计划，其掌控的资金规模超过了 17 万亿美元。这些计划受到了美国公司雇主们的热烈欢迎，因为从融资和管理的角度来说，它们的成本都是非常低的，这一安排有效地帮助员工们避免了各种各样的负债。遗憾的是，很多计划对费用支出关注不足，最常见的计划每年的总成本至少是 2%。这是在没有考虑各种佣金和差价等隐性成本的条件下计算出来的，这些费用最终都会流入基金管理公司。为什么对 401（k）计划费用的关注会这么少呢？原因就在于雇主们的注意力都集中在基金公司提供的服务上，特别是在纪录方面，雇主们很少甚至根本不会考虑，基金公司提供的服务的真实成本到底是多少。

更糟糕的是，在基金公司提供的绝大多数股票型基金产品中，20 世纪 90 年代表现突出的大型公司在这些基金中所占的权重很高，也就是说这些基金没有很好地分散化投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资。绝大多数养老金计划没有按照指数化基金的方式进行投资，其业绩表现都低于标准普尔 500 指数的水平。

所有的这些结果让人感到压抑得几乎透不过气。尽管很难精确地衡量员工们获得的收益，但是从可获得的数据来看，401（k）计划带来的收益率平均每年要比传统的"收益明确"计划带来的收益率至少低 2%。正如我们在图 3—4 中看到的那样，这一点是毫无疑问的（从公平的角度出发，传统的收益明确型计划产生的收益率也应该归于雇主所有，同样的，雇主支付给员工的退休金也应该有所增加）。

403（b）计划安排同样也存在类似的缺陷。在所有计划中，最差劲的是 457 计划，这个计划是专门提供给公共部门员工的，它每年的平均总成本超过 3%。直到最近，457 基金还不能在退休 / 任职终结时进入个人退休账户。

如果你的雇主正好按照上面所说的几种情况中的任意一种，来处理你的养老金计划，你又该怎么办呢？你只有两种选择，这两种选择没有一个是让你感到愉悦的，甚至连可能性都值得怀疑：试着变化养老金计划，或者将养老金流进个人退休账户。

自我管理、份额明确的养老金计划的不断发展（其中，401（k）计划是最常见的形式），将会演变成一场国家灾难。对本书讲述的市场基本原则不熟悉的普通美国员工们，没有能力管理好自己的投资，就像他们无法为自己的孩子做阑尾炎手术或者自己制造一辆汽车。图 3—4 所示的国家专业性的收益明确型养老金管理计划，表现也不是那么让人惊艳，但是，至少他们中的大多数基金经理业绩表现，比市场的平均收益要高出几个百分点。由于大多数 401（k）计划不太标准，普通员工的收益率水平在一开始就比市场要低 2%~3%。由于 401（k）计划的市场参与者在四大投资支柱的其他三个方面（投资理论、投资历史和投资心理学）的知识都比较欠缺，随着时间的发展，他们的表现会差得更多。由于这些缺陷很难自动消失，所以从长期收益率来看，很多甚至会出现负的收益。在未来的几十年时间里，我们很有可能会看到政府将不得不紧急救助这一体系，这会让 20 世纪 90 年代的储蓄与贷款危机，看上去就像去夏威夷的毛伊岛（Maui）旅行一样轻松。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博格先生冲破了包围圈

如果富达的所有权结构是不正常的，那么先锋公司的所有权结构就是独一无二的。几乎所有你能叫得上名的不同类别资产，与其他基金公司相比，先锋基金公司的费用总是会更低，在全国范围内都是如此。为什么会这样呢？现在我们该说说这个行业里最负盛名的传奇人物——约翰·博格和他的先锋集团的故事了。正是这位博格先生，最终实现了美林先生的梦想——让华尔街走向普通大众。

博格并没有完全忘记早年在普林斯顿大学的经历。当他还是大一新生的时候，他什么都不懂，显得很不可靠，不过，到他读大四的时候，他对投资行业与众不同的理解和把握，让给他上课的教授们印象深刻。他毕业论文的选题也非常具有针对性：《投资公司的经济作用》。博格那本并不是很厚的著作，正是1951年发展中的共同基金写照，以及共同基金未来发展的路标。以优等成绩从普林斯顿大学毕业后，博格立志投身于投资行业。

当时的基金公司数量很少，正在为其中之一的威灵顿资产管理公司（Wellington Management Company）工作的沃尔特·摩根（Walter Morgan）准备雇用这个傲慢的年轻人。博格是一位野心勃勃的年轻人，他观察到弱小的共同基金行业，可能还不能为实现他的远大理想提供帮助和支持。不过，他无须担心。在实现他认为投资行业本应该展示出来的愿景的过程中，他可以从公众对投资行业的期待中寻找到源源不断的力量。

博格在威灵顿公司升职速度很快，10年后他成为了摩根的接班人。与其他人不一样，他对20世纪60年代的“赌博性投资”感到很兴奋，不过，这样做的结果却是“失去了战斗力”，他被威灵顿公司解雇了——原本他还期待自己掌控这家公司。

不过，威灵顿资产管理公司却错误地解雇了这个人。很少有基金经理像博格那样了解基金行业的“剧本”：1940年的《投资公司法》的来龙去脉。除其他的一些规定外，《投资公司法》还要求基金公司董事会成员必须与提供咨询服务的公司管理者职位相分离。威灵顿管理公司的情况正是如此，只有少数基金的董事为管理公司服务。经过几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月时间的讨论，威灵顿基金宣布它脱离了威灵顿资产管理公司，于是，在 1974 年 9 月 24 日，博格成为了这家新公司的掌舵者，先锋基金成立了。不经意间，博格自己成为了老板，于是，他可以放手大干，让广大的普通群众都参与进来，向自己最初的、建立一个伟大投资公司的目标奋进。

新公司的第一道命令彰显了博格的革命性天才能力，他构建了独一无二的所有权结构——这在之前的投资行业中从来没有出现过。这种结构的特点，就是创建一家“服务公司”来打理基金业务，这个公司属于基金。由于服务公司被基金家族完全控股，这些基金家族又完全被股东们控股，而且这些股东是先锋集团的所有者，先锋集团成为了第一家，也是唯一一家真正意义上的“共同”基金公司。由于先锋基金的股东同时又是先锋集团的所有者，因此，在这种情况下就没有动力，也没有必要去愚弄投资者。这一体系的唯一目的就是让交易成本不断下降。

顺便说一下，这种股权结构安排，在其他一些商业领域也存在（大多数是“共同”保险公司，因为这些公司的投资者通常也拥有公司股权）然而，随着保单持有者拥有公司股票，这种所有权结构在保险行业逐渐消失了。教师退休基金同样向公众提供共同基金产品，尽管它不像先锋基金那样被投资者拥有，但从本质上来看，它的功能与先锋基金类似，都是非营利性机构，而且费率水平也很低。

1976 年第一次出现了零售指数型基金。博格通过以下几个途径了解到积极管理型基金失败的原因：我们在第 3 章提到的迈克尔·詹森的研究，著名经济学家保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）和货币基金经理查尔斯·埃利斯的著作，当然，还有他自己在威灵顿公司的那段痛苦经历。

博格用手工计算出来的最大的共同基金平均收益率水平，要比标准普尔 500 指数低 1.5%。用他自己的话说：“瞧！实践证明理论是正确的。”他的新公司将为投资者带来市场平均收益率，而其中需要提取的成本则是尽可能的低。博格为投资者们提供了与指数化基金相同类型的基金产品，这些产品在很多年之前曾被提供给富国银行的机构投资者们。这些产品的费率非常低，只有 0.46%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后要解决的问题是销售费用。博格意识到这些费用与指数化没有必然的联系，而且为了保持尽可能低的成本，博格决定他所有的基金都是免佣的，也就是说，他取消了销售费用，这个费用曾经高达 8.5%。在这方面，博格算不上是一个真正的开拓者，其他的几家公司也曾经取消过这一费用，具有讽刺意义的是，这些公司中还包括斯卡德公司。

当时，这一系列行为被认为是疯狂的举动。很多人都觉得博格疯掉了，而且还预言这样做下去的话，公司很快就会倒闭。

在离开威灵顿公司不到两年的时间里，博格完成了惊人的工作，他将永远地改变投资世界的三个基本工具集中到一起，这三大工具是：共同股权结构安排，市场指数化基金和免销售费用的基金分销体系。

尽管在最初的 10 年里，先锋基金并没有点燃基金行业的火爆行情，但是，凭借低费率和稳定的业绩表现，它的确吸引了越来越多的投资者。一旦基金规模开始扩张，这一流程便开始进行有效地自我循环了：迅速增长的资产让基金股东们开始最大化地享受规模经济带来的好处，降低了费用支出，进一步提升了业绩表现，然后吸引了越来越多的资产。到了 1983 年，先锋集团标准普尔 500 指数信托的费用降到了 0.30% 以下，1992 年更是降到了 0.20% 以下。

有趣的是，先锋公司的优势最开始体现在它的债券型基金上。出现这种情况的原因主要有两点。第一，先锋 500 指数基金首次露面的时机并不是很好。在 20 世纪 70 年代后期，小公司股票的表现要远远好于大公司股票的表现。回想一下邓恩规律，它表明某一给定类别资产指数化基金的表现，和这一类别资产的表现与其他资产相比，相关度要高许多。换句话说，如果大公司股票表现很差劲，那么大公司指数化基金的业绩也是如此。正是因为这样，先锋的第一个指数化基金在最初的两个工作年份里，一直处于所有股票型基金的最后 25% 的位置，而且在 6 年多的时间里从未进入到前 25% 的范围内（尽管它现在位列其中，但是曾经没有进入过）。

第二，股票型基金的业绩表现非常分散，正如我们在图 3—1、图 3—2 和图 10—1 中看到的那样。在 1~2 年时间范围内，0.50% 的费率优势很容易在积极管理型基金经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的变动的“噪声”中失去。而债券则不会面临这样的问题，尤其是政府债券。长期国债投资组合和 GNMA（政府国民抵押贷款协会 Government National Mortgage Association，简称 GNMA）债券的表现基本相同。先锋公司的 GNMA 基金最低的费率仅为 0.28%，而竞争者的平均费率则高达 1.08%。

在债券领域，这 0.80% 的费用差别是不可超越的优势：即使是神仙都不可能做到，构建的 GNMA 投资组合收益率超过 GNMA 市场收益率的幅度为 0.80%。2001 年 4 月，通过对 36 只抵押贷款债券基金连续 10 年的业绩跟踪，我们发现，先锋公司的 GNMA 债券基金排名第一。在所有政府债券基金中，它的规模遥遥领先，比第二名大了两倍多。

先锋基金带来的挑战最初受到了市场其他竞争者的蔑视，尤其是结合先锋标准普尔 500 指数信托基金的早期糟糕业绩表现，这种蔑视就更明显。但是，考虑到先锋公司的名声、股东们的满意程度，以及最重要的管理的资产规模不断壮大，它的存在再也不会被忽视。1991 年，富达也开始着手准备自己的低成本指数型基金，正如查尔斯·施瓦布所做的那样。到本书写作的时间为止,市场上有超过 300 只的指数型基金可供我们选择，这还不包括新出现的“交易所交易”的指数型基金，关于这方面的知识，我们随后会展开简短的讨论。

当然，并不是所有提供新型指数型基金的公司都像博格那样有使命感，20% 的指数型基金的销售费用率高达 6%，还有另外 30% 的指数型基金执行 12b-1 年费标准，每年的市场营销费用也会达到 1%。在这些基金当中，臭名昭著的是美国斯堪地亚 ASAF 伯恩斯坦系列基金，它们不仅收取 6% 的销售费用，还收取 1% 的 12b-1 费用。支付这么高的费用来拥有这样的指数型基金，真应该好好考虑下，千万不能犯糊涂，这样的做法应该从道德上加以强烈的谴责。

除了先锋基金表现良好之外，还有很多其他基金公司也值得投资。TIAA-CREF 是专门为大学老师和公立中小学老师设立的养老金计划，它的功能与先锋基金类似，所有的“利润”都重新分给基金股东们。如果你想雇用一个有资质的财务顾问，那么维度基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金顾问是不错的选择，他们在指数化过程中选择的各种类别的资产，都是你希望以很低的成本持有的。

当然，也有一些盈利性基金公司凭借它们独特的投资纪律、聪明才智和以股东为导向的原则为人们所熟知，诸如 Dodge & Cox 基金公司，T. Rowe Price 基金公司和康桥（Bridgeway）基金公司。如果你不知道应该投资哪些指数型基金，那么，这些不错的投资机构还是值得你信赖的。还有一家收费基金值得称赞：美国基金集团（American Funds Group）。它的费率很低，而且投资方法比同行的收费基金要超前不少。如果你准备拿 100 万美元进行投资，你可以购买他们的家族基金产品，而且还不需要负担销售费用。

其他几个大型的基金公司也向投资者们提供了价格低廉的指数型基金。富达基金公司的斯巴达系列基金的费率，几乎与先锋基金公司相同，查尔斯·施瓦布公司的产品的价格也同样非常合理。不过，没有哪家公司提供的产品类型范围比得过先锋基金公司。直到去年，情况才发生改变。

“交易所交易基金”（exchange-traded funds，以下简称 ETFs）的最新扩展改变了指数型基金的发展格局。ETFs 与共同基金非常类似，只不过它们被当做股票进行交易，这与 20 世纪 20 年代的投资信托计划产品和当前的封闭式基金产品很相像。这些投资产品中最有名的是 Spyders 基金和 Cubes 基金，前者以标准普尔 500 指数为基础，后者紧跟纳斯达克 100 指数（按照一般的学术命名规则，在本文中，传统的共同基金通称为“开放式基金”）。

ETFs 既有优点也有不足，其优点在于它们的运营成本比开放式基金更低，这是因为它不需要为每一个股东都开一个独立的账户。同时，由于 ETFs 坚持自己的组成结构，它比普通的共同基金所承担的税收负担要轻些。它们全天都可以报价和交易，而普通的共同基金只有单一的收盘价并以此进行交易。从不足的方面来看，跟其他任何一只股票一样，你必须支付差价和佣金。对于某些向特定的少部分人发行的 ETFs 来说，这是一个很现实的问题。因为这些基金的交易量比较少，所以不得不承担更高的差价和比较高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

昂的交易成本。这些都会降低投资者的收益率水平。

我对ETFs另一个比较关注的地方，是其拥有的机构稳定性。虽然先锋基金公司和富达基金公司非常有可能，在未来的20年或30年时间里维持旗下基金的运转，但是这并不是完全绝对的事情，很多提供ETFs产品的机构也未必能做到。这里关注的重点是你的资产可能面临风险，1940年的《投资公司法》就是为了确保这样的事情尽量不要发生。由于行业特有的性质，有些公司可能会面临重组，我很担心那些销售量并不是很好的ETFs会被注销，这样就会带来意想不到的资本损失。所以，我不会在应税投资组合中持有任何前景不明的ETFs产品。

不过，ETFs的未来的前景非常好。到目前为止，它的发展的速度非常快，我猜想当你读到这本书的时候，这个行业可能又发生了很多重大的变化。现在只需要购买ETFs产品，就可以很容易地构建一个全球化的投资组合。然而，在当前时刻，考虑到上面我提到的几个方面，我仍然建议购买传统的开放式指数基金。

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

投资金律

1. 不管过去还是将来，都不要为共同基金和年金支付佣金，也不要向共同基金支付12b-1费用或额外的年金费用。
2. 不要过分在意积极管理型基金经理的业绩表现。过去的业绩表现并不能预测未来的业绩，但良好的业绩表现会带来资产规模的迅速扩张，这样会增加市场冲击成本，降低未来的收益率。
3. 要熟知你投资的基金公司的结构和企业文化。公司的现金流流向谁？它是一家投资公司还是销售公司？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11 当奥利弗·斯通遭遇华尔街

不管你变得多么愤世嫉俗，永远都应该坚持下去。

——莉莉·汤姆林，演员

金融行业的第三支柱，也是最重要的支柱，便是新闻媒体，因为投资方式正是由新闻记者、编辑和出版商们告知广大普通群众的。第四政府[①]与经纪行业和共同基金行业之间的关系非常微妙、复杂，它有着强大的能量。前文在讲述 1983 年迈克尔·卡森借助《金钱》杂志的封面赢得名声时，已经触及了这方面的主题。仅仅因为一个封面就让近 10 亿美元的资产发生转移的事情，震惊了我们每一个人。现在，当某只基金在同类别基金一年期或者五年期排行榜上排到第一时，就意味着将会有数十亿美元的资金瞬间流入该基金。

零售经纪业和基金业现金流的引擎就是金融媒体。按照词作家保罗·西蒙（Paul Simon）的话说，我们生活在被“零散的符号揭示出连续的信息”所困扰的世界里，如

① 在美国，新闻媒体又被称为第四政府，暗示其作用特别。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你愿意，你尽可以试试，看看能不能逃离《金钱》、《华尔街日报》、《今日美国》和CNBC的包围圈。除非你不订阅任何报纸和杂志，不看任何电视节目，不听任何广播、不上网冲浪，也没有任何朋友。你可能不需要新闻媒体的帮助，但是，你还是会受到它们的影响。你与新闻媒体打交道的方式越恰当，你的财务活动从中获得的帮助就越多。

金融记者眼中的面包和黄油就是“成功的”基金经理、市场分析师，或者通讯记者。读完本章之后，这种类型的新闻行业有哪些缺陷，你就会知道得非常清楚。所有“成功的”市场预测人士只不过是猜中了硬币正反面的幸运儿，所有看上去很成功的基金经理只不过是运气比较好，而并非技术水平真的很高超。从人性贪婪的角度来看，这的确非常有吸引力，但是，还不至于让你将大量的资产交给他们来打理。

《新闻周刊》个人理财版的专栏作家简·布赖恩特·奎因（Jane Bryant Quinn）将这种类型的新闻业贴上了“金融色情文学”的标签：具有诱惑性，但是有没有兑现的能力和价值。那么，为什么会有那么多的投资者这么认真地对待这些新闻报道，甚至还因此影响自己的投资决策？原因就在于这些投资者对你现在已经掌握的知识知之甚少。投资没有权威！没有什么所谓的理财大师！就算有这样的人存在，他们也不会出来管理共同基金，或者写什么新闻通讯，或者将最宝贵的投资商品——信息，拿出来无偿地分给路易斯·鲁凯泽（Lou Rukeyser）① 和他的2 000个读者。

更值得深思的问题是，为什么有那么多的新闻记者连续不断地制造这些新闻垃圾呢？答案是很复杂的。首先，在这个行业的最底端，大多数记者并没有明白金融是怎么回事。新闻行业很容易吸引那些有特殊语言天赋的人，不过，我发现他们中很少有人数学逻辑好到能够清楚地辨别技术与运气之间的差别。金融语言是数字，如果你想成为一流的金融记者，就必须有能力处理各种数字，而且必须理解这些数字背后的涵义。然而，大多数的记者做不到这一点。

其次，有能力的金融记者应该多阅读一些投资的学术著作。我所说的学术著作指的

① 路易斯·鲁凯泽是美国著名的财经新闻记者、专栏作家和新闻评论员，涉猎范围横跨广播、电视和出版业。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是那些专注于学术研究的期刊，通常是某个全国性的学术组织出版的杂志。例如，你的医生会从一些专业期刊中了解医学行业的最新研究进展，这些专业期刊包括《新英格兰医学期刊》和《美国医学会杂志》（*The Journal of the American Medical Association*），这些杂志上的文章都是经过认真筛选、审查和编辑才发表的。如果你的主治医生承认他的很多继续教育都来自《今日美国》，你肯定会感到很惊讶，是不是？不幸的是，绝大多数的金融记者们（从某种意义上讲，也就是金融专业人士）的经历就是如此。他们依赖在大众金融出版行业工作的同仁们，却忽视了那些学术性金融期刊提供的专业研究，这些学术性金融期刊包括《金融》杂志、《投资组合管理季刊》（*Journal of Portfolio Management*）等类似的杂志。

最后，处于这个行业顶端的那些人——全国性主流期刊的专栏作家们，通常拥有丰富的信息资源，而且都非常聪明，完全了解市场的涨跌时机以及应该如何选择股票。但是，他们也存在一个小小的问题：他们喜欢中规中矩地写东西。你只能看到这样的文章，“按照市场提示来买卖，尽可能降低成本，不要狂热”，这些话都是老掉牙的东西。与此相反，那些月度明星基金经理则会不断地为你提供带有各种新鲜观点的文章。

当我们理解了大多数投资者，都是依据媒体封面文章来选择共同基金和经纪公司的时候，也就明白了为什么情况总是这么糟糕。投资的完整画面展现在我们面前，这样的循环应该结束。货币基金经理和金融媒体之间的关系通常并不是“共谋”（尽管短期我们看上去不是，但是有时候是），不过有一点却很清晰，它们彼此离不开对方。没有积极的基金经理，就没有故事可写；没有对成绩耀眼的基金经理的采访，他所管理的资金规模就不会变得越来越大（或者，按照凯恩斯的鸟笼理论，这就是“欺骗”）。

货币基金经理与金融媒体之间的共生关系并不是唯一的，想象一下，时尚、汽车和旅游报道之间的关系也是如此。不过，其他行业的情况很难跟金融记者们带来的经济影响相比较。正如很多汽车购买者会根据《名车志》杂志（*Car and Driver*）上的价值判断作为买车的标准那样，被媒体大肆宣扬的基金经理的辉煌成绩也会带来巨额的资金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是关于新闻记者和金融行业关系的最佳解释。遗憾的是，最近几年，有这样的一种趋势在不断发展：作为“监督者”的媒体与被监督的金融业之间的无耻勾结，呈现出不断增长的势头。

例如，在20世纪80年代末期，《金钱》杂志与一家主要基金公司联手导演的一系列焦点新闻被揭露出来。从他们的角度来看，这其实很正常，毕竟他们在同一行业。但事情真的是这样吗？绝大多数基金公司的收入来源，是从股东那里提取的相应费用。这难道也是《金钱》杂志的任务吗？考虑到几乎所有的金融杂志，都会从基金公司刊登的广告中获得稳定的收入来源，从这个角度来看，他们的确属于同一阵线。

记者们常常表现出愤世嫉俗，但是要找到具有坚忍不拔品质的聪明、成功的金融记者还真的挺难。他们知道自己所写的东西对读者来说，并没有什么用，但是，这也没有办法，因为新闻写作有期限限制，而且他们也得养家糊口。在1999年某期《财富》上，一位匿名记者发表了一篇臭名昭著的文章：《来自一名前共同基金记者的忏悔》。这位记者承认，“表面上看，我们给出的买入并持有的建议很合理，但实际上，我们却干着见不得人的勾当。”为什么会这样？因为，“很遗憾，理性的、专业的指数型基金的故事没有任何卖点，只会增加网站的点击率，或者帮助推高尼尔森（Nielsen）基金排名。”文章还承认大多数的共同基金专栏记者都购买指数型基金（人数不断增加的经纪人、分析师和对冲基金经理也都是这么做的）。

站在金融媒体行业最顶层的，是非常挑剔的记者，他们很受欢迎，也非常狡猾，因此写出来的东西都非常接近现实。正如我们前面所看到的那样，简·布赖恩特·奎因就是其中的一员。《达拉斯早间新闻》（*Dallas Morning News*）的斯科特·伯恩斯（Scott Burns），《华尔街日报》的乔纳森·克莱门茨和《金钱》杂志的贾森·茨威格是其他三位受人追捧的真实情况报道者。不过相比总体的污浊环境，他们三个人的光芒显得实在是有些弱小。总的说来，你最好选择对所有的媒体出版、电视和网络都视而不见。

让我们往这个话题里增加一些真实生活中的案例吧！1998年8月份出版的《价值》杂志（*Worth*）的头版头条是抓人眼球的标题代表：购买我们最牛的五大基金战胜标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普尔 500 指数。他们建议购买的五只基金是 Eclipse 股权基金、Barron 资产管理基金、先锋温莎二号基金、MFS 麻省投资者增长型股票基金和 GAM 国际基金。这些基金被挑选出来，不仅仅是因为它们之前的业绩表现惊人，同时还因为该杂志对这些基金经理和他们的操作技术感到很满意。在接下来的两年时间里，它们中有两只基金战胜了标准普尔 500 指数，其他三只基金的表现则不如标准普尔 500 指数，它们的平均收益率水平为 23.17%，而同期标准普尔 500 指数收益率为 33.63%。这就是你从报纸的基金专栏表格中能够获得的真实结果：少数会成为赢家，大多数是输家，哪怕它们曾经有过辉煌的表现。

最有声望的基金评价体系，是《福布斯》基金龙虎榜。这是一份与众不同的榜单，它不仅要求基金有很长一段时间的良好业绩和高水平管理队伍，还要求这些基金在熊市中也必须取得不错的业绩。只有非常少的几家杂志能够达到《福布斯》的专业水平和能力。如果想挑选基金，也应该从这些榜单上选择。

那么，它们的表现又如何呢？客观地说，还真不怎么样！ 1974—1998 年中期，龙虎榜上的国内基金平均收益率为 13.6%，而同期的积极管理型基金平均收益率为 13.3%。很明显，即使运用非常严格的筛选标准，《福布斯》挑选出来的共同基金也仅比行业平均水平高出一点点。然而，不幸的是，这一平均收益率还不如市场平均收益率高，因为同期市场平均收益率为 14.3%。

让我们来看看那些坏消息吧。首先，龙虎榜上的大多数基金都是收费基金，这些费率还没有包含在上面的收益率中，如果考虑这些因素，收益率水平大约要降低 1%。其次，这些基金的交易量带来的税收负担，要比持有指数型基金高。最后，龙虎榜上的基金名单变化速度很快，经常上下浮动。只有很少的基金待在这个龙虎榜上的时间超过 10 年。对于一个基金选择体系来讲，这份快速变动的名单意味着什么呢？如果成功的基金经理能够保持成功，那么他应该一直待在这个榜单上。如果不能，那就表明，想要持续保持这种良好的业绩，其实是不可能的！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我应该听谁的

如果普通的大众传媒没有价值，至少这里不是我们寻求投资指导方法的安全之地，那么，聪明的投资者又应该从谁那里获得信息呢？答案就是：市场本身就是最后的指路人！原因其实很简单。当你在市场上投资时，购买整个市场（指数型基金），就相当于雇佣了金融领域最聪明，同时掌握最多信息的人为你服务，帮你做出判断和决策（即使是世界上最聪明的分析师，也不会准确地知道舰艇是在哪儿下沉的，但是他们通过搜集来的信息做出的判断，却是惊人的准确）。通过指数化，你可以让金融领域能力最强的聪明才智为你所用……市场本身就是所有智慧的集大成者。

你唯一真正需要的指导原则，其实只有以下两点：

- 你所有资产的分配。我们已经探讨过这个问题，在下一章我们将会更好地解决这一个难题。
- 养成良好的自我训练意识。当其他人都没有自我意识的时候，你还要保持清醒的头脑。不过，你没有必要去预测市场什么时候涨跌，也不要企图预测市场的顶部和底部，更不要企图在每一次反弹的高点卖出。真正需要你记住的只有两件事情。

  第一，在不远的未来，一定还会有其他激动人心的技术革新，你仍然会听到这样的话：“这一次真的不同，老的规律再也不适合了”。你的邻居和朋友们很快会进入一种疯狂的状态，他们挣的钱肯定比你要多很多。不过，这种情况只会持续一阵子。你需要做的所有事情就是什么都不做，袖手旁观，按照自己的计划行事。不要将你手中传统行业的股票和债券换成新技术公司的股票。第二，当市场一片混乱的时候，你将会听到另外的一些声音，只不过这次的声音是看跌的：“都快不行了，只有傻子才会持有股票！”同样的，你需要做的所有事情就是什么都不做。或者，如果你有足够的勇气，拿出一部分现金，买入更多的股票。

尽管你不需要花太多的时间和精力在金融上，但这并不意味着你可以什么都不做。我想，你会阅读这本书，是因为你至少还对这些主题感兴趣。这个世界上，各种各样有用的信息处处都有，你应该充分利用这些有用的信息。有趣的是，那些你应该知道的新闻大多数都很陈旧，有时候还非常陈旧。例如，如果必须要做选择的话，我愿意将过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年金融领域的研究成果，换成费雪的《利息理论》，这本书是在七十多年前完成的，而且本书的第 2 章就是以这些理论为基础的。

因此，在这里我会详细介绍我是如何做到这些的。首先，不看金融方面的任何杂志或者报纸文章，不管你投资什么，都不要看《华尔街日报》、《晚间商业报道》(*Nightly Business Report*) 或者 CNBC。每周因为少看电视节目而节约出来的时间，我会将其中 1~2 个小时用来安排有规律的阅读计划。我建议你从下面的两部经典著作开始。

- 《漫步华尔街》，这本书由伯顿·马尔基尔所著，是一本优秀的投资入门级著作。它向我们详细讲解了股票、债券和共同基金的基础知识，并且着重强调了有效市场的概念。
- 《共同基金常识》[①]，这本书由约翰·博格所著，它会告诉你关于这一重要投资工具的许多你不知道的信息。几十年来，博格在共同基金行业握有重要的话语权。这本书文字优美，观点既有自己的特色，也非常吸引人。

从容进行你的阅读计划，每晚阅读的内容不要超过 10~20 页，然后做点其他有创造性的事情。当你读完这两本书后，你将会比 99% 的股票经纪人和大多数的其他金融专业人士更明白金融到底是什么。然后，你可以为“研究生课程”做准备，这将会贯穿你以后的人生旅程。记住，你需要知道的大多数事情其实都是一些老故事，有时候，生活就是如此。

正如我们在第 5 章和第 6 章了解的那样，金融领域并没有什么新东西，华尔街最新发生的事情，根本不会让 17 世纪后期真者里咖啡馆里的民众感到奇怪。你知道的历史知识越多，就会发现越是如此。这个时候金融开始变得很好玩，因为最好的金融历史学家都变成了文学工作者。我可以向你保证，下面的这些著作肯定值得你好好阅读。

- 《傻子和他的财富》(*A Fool and His Money*)，约翰·罗斯柴尔德 (John Rothchild) 著，《客户的游艇在哪里》，小弗雷德·施瓦德著。这两本书会将你重新带回 20 世纪 80 年代和 20 世纪 30 年代，让你从那个时代的视角来审视资本市场。

① 本书10周年纪念版已由湛庐文化策划，中国人民大学出版社出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 《戈尔康达往事》(Once in Gdconda)，约翰·布鲁克斯 (John Brooks) 著。这本书讲述了 20 世纪 20 年代大危机之后，纽约与华盛顿之间的关系变化，以及“山姆大叔”最终如何控制住了华尔街，从而让我们每个人都获益。
- 《金融投机史》(*Devil Take the Hindmost*)，爱德华·钱塞勒 (Edward Chancellor) 著。这本书讲述的是过去几个世纪的市场疯狂与崩盘，如果这本书都不能帮助你避免下一场泡沫危机，那么，没有什么能够帮到你了。
- 《伯纳德·巴鲁克》(*Bernard Baruch*)、《金钱思想》(*Money of the Mind*) 与《专注于市场先生》(*Minding Mr. Market*) 和《财富的困扰》(*The Trouble with Prosperity*)，这些书都是由詹姆斯·格兰特 (James Grant) 所著。此人对资本市场发展历史的掌握程度，比我知道的其他人要强许多，他写的文章都紧扣核心观点，尽管偶尔也会有所偏离。
- 《投资革命》(*Capital Ideas*, 2005)，彼得·伯恩斯坦 (Peter Bernstein) 著。这本书介绍的是现代金融理论的迷人发展历史，对今天市场的发展影响深远。
- 《赢得输家的游戏》(*Winning the Loser's Game*)，查尔斯·埃利斯 (Charles Ellis) 著。这本书从美国最受尊敬的财富管理人员的角度，分析了货币管理的本质到底是什么。

上面所说的著作，对普通读者来讲都很容易找到。如果你很擅长数学，不妨多努力点，我向你推荐下面两本书。

- 《全球化投资》(*Global Investing*)，加里·布林森 (Gary Brinson) 和罗杰·伊博森 (Roger Ibbotson) 合著。该书从全球的角度分析了股票、债券、商品和通货膨胀。现在，十多年时间过去了，尽管看上去显得有些过时，但是，这本书仍然值得一读。
- 《资产分配》(*Asset Allocation*)，罗杰·吉布森 (Roger Gibson) 著。投资组合管理理论方面的最佳入门书，书中的数学知识能帮助你有效地分配自己的资产。

如何“紧跟”金融领域不断发展的进程呢？如果有人愿意出版“投资行业的真实进展情况”这样的年鉴，经过这么多年的发展，恐怕这书还是非常薄的一本。如果你的数学水平很高，而且酷爱追踪最新的知识，你可以登录《金融》杂志网站，查看金融领域的最新进展情况，也可以每年花 80 美元订阅纸版的《金融》杂志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在日复一日的媒体报道中，同样有两个常规栏目做得不错，它们除了从实务金融的角度为你提供一些好的资讯外，还帮你关注了那些学术期刊偶尔会遗漏的有用消息。第一个专栏是乔纳森·克莱门茨每星期三在《华尔街日报》开辟的“现在进行时”（《华尔街日报》是一个全国发行的报纸，主要依赖其新闻，而不是投资建议取胜，除克莱门茨先生的专栏外，你很难从其他内容中获得对投资有益的帮助）。第二个专栏是贾森·茨威格在《金钱》杂志上开辟的每月专栏。

从对金融媒体的介绍中，我们应该学到些什么呢？两点！第一，你在电视、报纸、杂志和网络上看到的所有内容，都是投资零售行业和记者们关心并制造出来的东西，他们需要彼此依赖才能生存下去。这些东西对你一点作用都没有。第二，由于当前的资本市场中有新意的东西非常少，所以，提高自己投资专业技能最有效的方法，就是尽你所能了解资本市场发展历史，从中获得你想要的知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FOUR PILLARS OF

总　结

投资策略

INVESTING

Lessons for Building a Winning Portfolio

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢家的游戏

经过前面那么多章节的介绍，到目前为止，我们已经详细了解了投资理论、投资历史、投资心理学和投资行业的情况，现在该是发挥它们作用的时候了。在这一部分，我们将会把这四大投资支柱运用到具体的投资策略中，你只需要中等程度的努力就可以很好地运用这一投资策略。

首先，我们需要探讨一下退休引发的“数字游戏”：我需要存多少钱才能够实现我的目标？我能花多少呢？我成功的把握有多大？在第 13 章，我们将会谈论本书的“关键问题”：在构建自己的投资组合过程中，我必须考虑哪些因素？我的投资组合应该是什么样的？哪些基金是我应该买的？

我们将会在第 14 章介绍构建投资组合的具体细节，以及实践方法。这一章的内容分为两部分，第一部分是你投资组合的“具体构建指导手册”，它向我们展示了一个非常有效的方法，可以很好地解决你在构建股票敞口组合的时候，遇到的心理上的挑战。第二部分是投资组合“维持指南”，它描述了为维持你现有投资组合的良性运转，有必要进行的周期性的“调整”。

为了更好地诠释温斯顿·丘吉尔的话，在本书最后一章，你并不会到达投资旅程的终点，你甚至还不能说可以向终点迈进。但是，投资旅程的开始部分你已经做得很好了，这部分内容将会告诉你一个详细的投资旅程路线图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 有多少钱你才觉得够用

在我们着手投资真正的股票、债券和共同基金之前，有一点需要我们好好考虑一下，那就是我们为什么要储蓄。在本书第 2 章末尾，欧文·费雪教授已经说得很清楚，今天我们储蓄，是因为我们未来会有消费，投资只不过是将当前的消费延后了而已。

从根本上来讲，未来的消费模式——什么时候以及你准备如何消费你的储蓄，才是决定你今天资产分配的最重要的因素。也就是说，你是在为退休而储蓄吗？还是为意外事故？为房子？为孩子的教育？还是为你下一代的财富积累？

在绝大多数情况下，由于上面提到的这些事情，你可能会储蓄与投资同时进行。例如，一个年轻的家庭之所以储蓄，可能除了最后一个理由——为下一代积累财富外，其他几个方面都是储蓄的动力。将这几个方面分开来考虑，并制定各自的计划并没有什么意义。将你所有的目标集中起来，构建一个投资组合可能才是真正有意义的事情。为你所有的资产制定一个全面的投资策略，将会大大简化你的财务管理，降低你需要支付的费用，并且增加你成功的机会。

退休是大多数投资活动最主要的目标，所以我们将退休放在第一位。只要我们精通了这个领域的相关情况，不管是单独考虑为其他目标储蓄还是联合退休一起考虑，都不是什么难事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

永远的退休人员

理解退休储蓄的最好方式，就是为以后工作。在本章，我们将会用一半的篇幅来解决这样一个难题：当你退休的时候，你需要多少钱才够用，另一半篇幅则用来讨论如何实现这个目标。沿着这个思路，我们将会发现，不同的市场环境对年轻的储蓄者和年老的退休者的影响方式，存在很大的差别。

首先，让我们从一个非常不现实的假设开始：你会永远活下去。这是极其简单的计划，只要你记住要考虑真实的情况（根据通货膨胀做相应的调整）。退休从本质上来说，就是“永久性”事件。

很多退休人员所做的退休计划，从其退休时候算起应该涵盖超过 35 年时间。从投资理财的角度出发，活 35 年与永远活下去没有太大的区别。为了更好地解释这一点，假设你所有的钱都在个人退休账户（意味着你在任何时候都不需要担心税收问题），按照当前的购买力水平，你在退休后每年所需要的花费是 4 万美元。如果你获得的真实收益率是 4%，那么，每年你只需要从你的净资产中提走 4%，并且不让本金减少。你可以一直这样持续下去，因为你所有资产的净值，会随着通货膨胀一起上涨，你每年为生活支出而提取的 4%，同样也会随着通货膨胀一起升值。这就表明你需要准备 100 万美元（计算方法是将 4 万美元除以 0.04）。

其次，想象一下如果你仍然保持每年 4% 的收益率，在退休 35 年后离开人世，并且什么都不留下。在这种情况下，由于你可以同时支出本金和收益，所以，你只需要为退休准备 746 585 美元（我们将会在随后的几段中讨论这个数字是如何计算出来的）。在这里，问题的关键是，永远活下去需要准备 100 万美元，而活 35 年需要准备 746 585 美元，两者之间并没有太大的区别。进一步说，由于市场和我们自己的生命都存在很多不确定性，因此，计划在我们离世时什么都不剩下，是非常愚蠢的。

用“粗略计算（back of the envelope）”的方法来估算你所需要的退休金，是一个不错的选择：只需要简单地估算出你的生活支出成本（包括你退休账户中应该缴纳的税），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再根据你从社会保障账户中可以获得的收入（不会太多）加以调整，然后除以你预期的真实收益率。考虑到我们在第 2 章计算出来的股票和债券的预期收益率，4% 是一个比较合理的预测。

更精确一点的方法可能面临更大的风险，就像我们上面的第二个例子所描述的那样：在退休 30 年或 40 年后离世，且不留下任何财产。这种方法需要运用分期还款计算原理，通常会用一个标准的财务计算器进行计算。这种方法对理财规划师来说是很常见的，可以按照抵押贷款的方式进行计算（只是在这种情况下，你代表的是银行，每个月都会收到一笔偿还的贷款金额，直到所有的贷款被偿还完毕）。这就是我们前面计算出金额是 746 585 美元的过程。再次重申一遍，分期偿还要求没有“误差幅度”。如果前提假设出现失误，那么在剩余的退休时间里，你可能什么都没有。

你需要准备的“误差幅度”又应该是多少呢？很不幸，这个幅度很大。到目前为止，我们进行的所有计算都有这样一个重要的假设前提：**每年我们的收益率都是一样的**。例如，在我们上面的计算中，我们假定每年的收益率为固定的 4%。

然而，在现实生活中，这是不可能的事情。如果你期望获得不错的收益率，就不得不承担风险。根据风险的精确定义，它意味着你不可能每年获得相同的收益率。因为你不得不面对真实波动的市场：有好的年份，也有坏的年份，真实的收益率是无法预测的。

问题就在于，预测好的年份与坏的年份各自的收益率是多少，基本上是不可能的。第一次向普通大众介绍这一现象的是来自三一大学（Trinity University）的菲利普·库利（Philip L. Cooley）、卡尔·哈伯德（Carl M. Hubbard）和丹尼尔·沃尔茨（Daniel T. Walz）。他们通过考察众多历史时段的各种不同利率水平的提前策略，得出了这样的结论：当提取率是初始投资价值的 4%~5% 时（意味着当你的股票债券投资组合价值是 100 万美元时，每年提取的金额是 4 ~5 万美元），你的预期还能够持续保持下去（他们假设当我们离世时没有任何负债）。他们的研究成果中让人感到惊讶的，是在他们所研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究的期限里，真实的股票收益率为 7%。未来股票收益率可能会进一步降低，这表明，即使是 4%~5% 的提取率，也是相当乐观的预期。他们的详细研究成果及总结可以从下面这个网址获取：http://www.scottburns.com/wwtrinity.htm。

不过，从更基本的层面来看，你可以运用一个更简单的快速测试方法，来安排你的提取策略：如果你退休的时候，市场正好处于顶部，我们就假设是 1966 年 1 月 1 日吧，接下来将是一段漫长的熊市，而你还要再活 30 年，直到 1995 年 12 月 31 日，情况又会发生什么样的变化呢？对于最初的 17 年时间（1966—1982），标准普尔 500 指数真实的收益率是零。后 13 年（1983—1995）的收益率还是非常惊人的，这样使得 1966—1995 年的 30 年时间里，真实的年平均收益率为 5.3%，与正常的历史记录 7% 差别不是很大。

为了更好地研究这一情况，我们先假设你退休时的初始资产是 100 万美元，然后计算在以下的几种投资组合中，各种不同的提取率带来的影响：100% 的股票，100% 的债券，75% 的股票和 25% 的债券，50% 的股票和 50% 的债券，以及 25% 的股票和 75% 的债券。我们进一步假设股票组合由 80% 的标准普尔 500 指数和 20% 的美国小盘股构成，债券则由五年期的国债构成。提取率分别是 7%，6%，5% 和 4%（也就是说，按照真实购买力计算，每年提取的资产分别是 70 000 美元，60 000 美元，50 000 美元和 40 000 美元），详细的情况我画在了下面的图中，具体参见图 12—1 到图 12—4。我要再强调一遍，纵坐标的单位是通货膨胀调整后的 1966 年的美元，认识到这一点很重要。

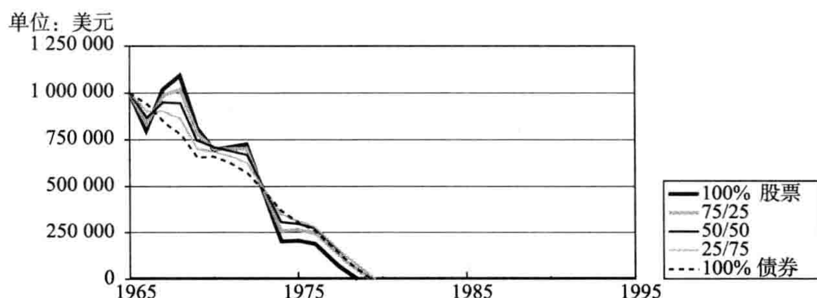


图 12—1　每年提取 70 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

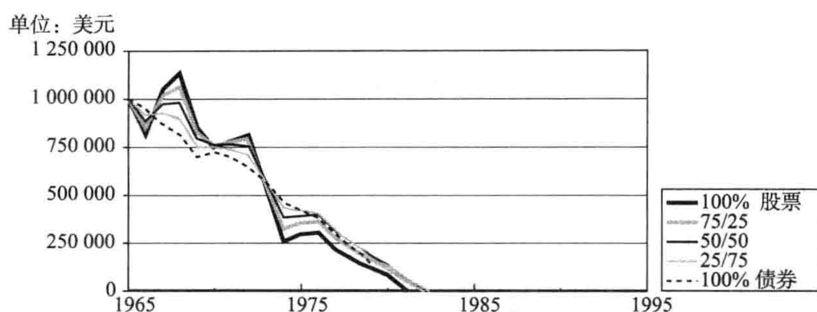


图 12—2　每年提取 60 000 美元

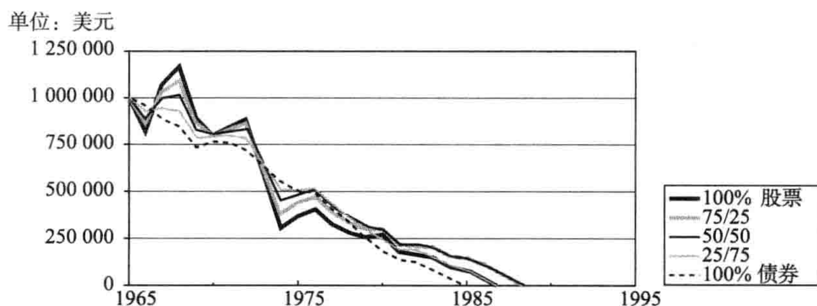


图 12—3　每年提取 50 000 美元

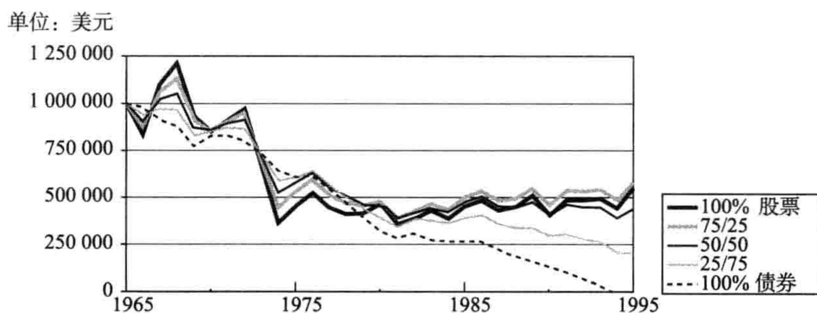


图 12—4　每年提取 40 000 美元

这些结果让人感到非常困惑。因为那段时间股票的真实收益率是 5.3%，即使按照保守方法粗略计算，每年的提取率设定为 5.3%，也丝毫不会影响我们的本金。然而事实上，不管我们投资组合的构成比例是如何安排的，这样的提取率会彻底耗尽我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合。如果我们在 30 年时间里将所有的投资组合价值全部耗尽的话，分期偿还的方法预测我们每年的提取率可以是 6.7%。正如你在图 12—1 和图 12—2 中看到的那样，6.7% 的提取率意味着在 15 年内，投资组合的所有价值都被耗尽了。这表明，“幸运抽奖”应该承担的“惩罚”大约是 1.5%~2%。换句话说，由于一些特殊阶段的收益率比较差，由此带来的损失，是你的安全提取率应该低于长期股票收益率两个百分点左右。回想一下我们在第 2 章中所说的，未来真实的股票收益率大约在 3.5% 的水平上下波动，这就意味着当前的退休人员每年的安全提取率，不应该超过他们开始退休时投资组合真实价值的 2%。

理解上面所说的各种情况非常重要，我们一直谈论的话题是从最初的投资组合中提取固定数额的资金。例如，在图 12—1 中，我们每年从投资组合中提取货真价实的 70 000 美元，也就是 100 万美元的 7%，每年提取的具体金额会随着通货膨胀率的上升而上涨，这与每年花费投资组合的 7% 其实并不是一回事。如果我们按照那样的方式提取，那么，当股票价格下跌时，我们提取的资金就会减少许多。例如，如果股票价格下跌 20%，我们就只能提取 56 000 美元。尽管这种做法会让你投资组合的价值在 10 年或 20 年的时间里大幅下降，不过，如果你能够忍受按照合理的固定比例（比如每年 4% 或者 5%）提取的资金数额会上下波动，那么，你的钱永远都不会用光。

现在我们开始接触到金融风险的本质了。在你刚退休的时候，你就遇上了时间很长、影响很深的大熊市，这种情况出现的概率还是很低的，相反的情况（在你刚退休的时候，赶上了一个超级大牛市）被你碰到的概率也比较低。如果遇到了大熊市，你每年可以提取的比例有望超过 6%，甚至更多。可是，我们无法预测未来。如果你计划合理地提取（初始价值的 2%~5% 的提取率，每年根据通货膨胀率的变化而调整），遇到危机的风险就会小很多，如果真的遇到危机，你能做的就只能是通过降低自己的退休生活标准来渡过难关了。

计算退休安排的最佳方法，是运用“蒙特卡洛”分析法。这一复杂高级的方法通过模拟成千上万种“情景”，计算出你的策略能够“成功维持”的概率是多少（也就是说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不会在穷困潦倒中离世的概率）。它录入系统的三个变量，与分期偿还方式要求的变量是一样的：初始的净资产，预期收益率和退休后的时间跨度。它同时还需要第四个方面的数据：投资组合的“标准差”，这个指标衡量的是投资组合的风险状况。我发现蒙特卡洛方法计算出来的结果，与三一大学那几位教授的研究得出的结果很接近，它还有一个特别的好处，就是你可以根据情况调整投资组合的风险和收益。

了解传统的分期偿还方法与更为复杂的方法（三一大学的研究，图 12—1 到图 12—4，以及蒙特卡洛分析法）之间的关联性是非常重要的。分期偿还方法假设你每年的收益率相同，并以此来计算提取率或资产净值规模，而更为复杂的方法则表明，这样做成功的机会只有 50%。这里有一个非常简单的方法，来判断为了保证有 90% 的把握每年提取资金，你应该保持多少的提取率：将你投资组合中债券提取率减去 1%，同时将股票提取率减去 2%。比如，你认为你的股票投资组合预期收益率大约为 5%。那就意味着，如果你希望有 90% 的把握能够每年都提取资金的话，你每年只能从初始净资产中提取 3%。

“山姆大叔”为我们走出这个困境提供了一个诱人的方法。通货膨胀保值证券在扣除通货膨胀的影响后，当期收益率为 3.5%。如果依靠你储蓄的 3.5% 就能生活的话，你可以将所有的钱都存入个人退休账户（当你 70 岁后也不需要对此做委托财产分配），这样，你就可以确保自己在未来 30 年时间内成功地按照固定比例提取资金，因为当前国债的最长期限就是 30 年。对于那些非常热衷于充分分散化投资组合的投资者来说，这个选择一点都没有吸引力，因为这是一种被动的分散化投资组合，类似于金融领域的伊甸园之蛇（尽管这是一个非常安全的投资组合）。然而，从最小风险的角度来看，你避税账户里有一些通货膨胀保值证券并不是一个坏主意。

即使你做好了所有的功课，还是不能够确保你退休后的安排就一定是成功的。你还需要维持这样的平衡：每年支出的净资产数量与成功的概率，你支出的越少，成功的概率就越大。比较肯定的是，任何一个每年都希望从最初退休净资产中提取超过 5% 资金的退休人员，在 10 年后就不得不痛苦地面对残酷的现实挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退休人员：祈祷上天

如果这一部分的数学知识让你觉得有点难，我为此深表歉意。即使你不能理解所有的数字，但是，我希望你能明白一个重要概念：对一名退休人员来说，最差的境况，是从一开始就很低的收益率水平持续了很长一段时间。在这种情况下，如果市场很长一段时间都处于熊市，过低的收益率和为支付生活开支而强制提取的资金，将会很快摧毁你为退休准备的投资组合。即使熊市结束了，收益率水平上升了，你也没剩下多少本金可以享受这个较高的收益率，你很快就用完了所有的钱。对付这个问题的唯一方法，就是尽可能少花钱，多储蓄。

不过，你同样会发现要想彻底消除风险是不可能的事情。当理财规划师和学者们讨论各种方法，保证以 95% 的概率连续 40 年提取资金时，我对此感到很疑惑。如果你认真思考，就会发现，这意味着在接下来的 1 000 年里，我们的政治和金融机构都保持原封不动（40 年除以 5% 的提取率正好等于 800 年）。想一想人类文明的发展历史，这是一个相当夸张的假设。大多数投资者维持 90% 以上的概率不断提取资金的唯一办法，就是在退休前以及退休后彻底地丧失自我。在某一个时刻，学会适可而止——为了活得好点，你可能不得不承担更大的失败风险。

对一位退休人员来说，最好的事情就是刚退休就赶上了一个好时代。在那种情况下，你可能会拥有很多财产，多到根本就花不完，这个时候，不管随后的收益率有多低都没有关系。

储蓄游戏

对于年轻的储蓄者来说，情况可能正好相反：他们祈祷熊市，这样在他们退休前就可以买到大量便宜的股票。对年轻的储蓄者来说，最差劲的事情就是牛市持续了很长一段时间，股票的价格已经很高了，这意味着他们购买股票的成本很高，但当他们退休的时候，收益率水平会很低。再次将结果归纳下，具体见表 12—1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—1　　退休人员与储蓄者收益率水平比较

	牛市	熊市
退休人员	好	坏
储蓄者	坏	好

到目前为止，我们已经将最艰难的工作完成了：计算出当你退休的时候，需要准备多少钱。对好的年份和不好的年份的精确预测，尽管会影响你最后的结果，但是已经不那么重要了。这方面的原因比较复杂，而且还必须考虑到你投资组合的“久期”。

正如我们在第 1 章中介绍的那样，如果你持有的债券名义收益率是 5%，当债券的收益率上升到 10% 时，情况就很糟糕。债券的收益率与债券价格之间，是反方向变化的关系。但是在某一点，你可以实现盈亏平衡，因为你可以按照更高的利率水平进行再投资。债券的“久期”就是让你实现盈亏平衡的那一点。

考虑这样一种债券：你准备利用这个债券的票面利息的一半，支付日常的生活费用。由于你再投资的利率水平低于最高利率水平，债券的有效久期就被你成功地延长了。相反地，如果你利用额外的现金增加了利息支付额，你就缩短了有效久期。

按照相同的方法，任何需要不断提取资金的投资组合，其久期都很长。这个表述看起来似乎是自相矛盾的：如果你不断削减投资组合的资产规模，难道不会缩减久期吗？不会！因为你的做法，就是在减少可以按照更高利率水平投资的资金，久期反而被延长了——价格下跌后需要花更多的时间去弥补盈亏平衡。储蓄难道不会延长久期吗？不会！增加债券的利息收入，可以通过以更高的再投资收益率来缩短久期，也就是说，储蓄会让你投资组合的久期变短，这就是退休资产早期的价格下降不是一件好事情的原因。有一点基本可以确定，那就是你投资组合的久期（盈亏平衡点）比你预期的寿命要长。储蓄不断流进的投资组合，久期则比较短。这就是为什么年轻人在人生中的储蓄阶段，希望证券价格下跌。

正是因为如此，相对简单的计算对储蓄阶段比较有效。完成这一工作最简单的方法就是使用计算器。在表 12—2 中，我计算出了每个月增加 100 美元储蓄的最终的净资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产价值。例如，假设 25 年后你才会退休，从那个时候开始，每年的真实收益率是 4%。如果你每个月坚持实际储蓄 100 美元，到第 25 年年末的时候，你资产的净价值将会达到 50 885 美元。这里所说的 100 美元储蓄是真实的 100 美元：它意味着为了对抗通货膨胀，你需要不断增加储蓄额度。如果你每个月坚持实际储蓄 500 美元，25 年后，你资产的净价值将会达到 254 420 美元（将表中相应的金额乘以 5）。如果运用我们前面提到的“粗略计算”方法，当真实的收益率是 4% 时，你每年获得的真实收入将是 10 177 美元（254 420×0.04=10 177）。

表 12—2　每月储蓄 100 美元的最终真实（通货膨胀调整后）净资产价值　单位：美元

年数	投资组合真实收益率					
	2%	3%	4%	5%	6%	7%
5	6 302	6 458	6 618	6 781	6 949	7 120
10	13 206	13 945	14 670	15 436	16 247	17 105
15	20 942	22 624	24 466	26 482	28 691	31 110
20	29 423	32 685	36 384	40 580	45 344	50 754
25	38 787	44 349	50 885	58 573	67 629	78 304
30	49 126	57 871	68 527	81 538	97 451	116 945
35	60 541	73 547	89 992	110 846	137 360	171 141
40	73 144	91 719	116 106	148 252	190 768	247 154

让我们从相反的角度再来推导一次。假设你已经计划在退休后每年需要提取的金额是 50 000 美元，按照前面我们所说的粗略计算的方法，你想实现这一目标，就需要在一开始的时候准备 1 250 000 美元的净资产（50 000÷0.04=1 250 000）。记住，这个方法没有考虑任何预留误差，当遇到投资收益率不好的年份时，情况就会很差劲。

如果你希望在退休的时候拥有 1 250 000 美元，那么你需要为此储蓄多少呢？如果你准备 20 年后退休，那么，你每个月需要储蓄的金额是 3 436 美元。根据表 12—2，我们知道每月存入真实的 100 美元，按照 4% 的实际利率，20 年后的总资产将会是 36 384 美元。因此，如果想在 20 年后总资产规模达到 1 250 000 美元，那么从现在开始每月应该存入的金额就是（1 250 000÷36 384）×100=3 436 美元，并连续存入 20 年。

按照相同的计算方法，如果你准备 30 年后才退休，那你每月需要存入的金额是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 824 美元；如果你 40 年后才退休，每月需要存入的金额是 1 077 美元。在表 12—3 中，假设退休后每月提取 50 000 美元，我将不同时期和不同真实收益率条件下，每月应该存多少钱都罗列了出来。如果你退休的时间比表上罗列的时间更长或者更短，你也只需要根据表 12—3 的数据做相应调整。例如，如果你希望退休后每年提取的金额是 100 000 美元，那么，只需要将表 12—3 中的结果乘以 2。

表 12—3　　退休后每年提取 50 000 美元每月应该储蓄的金额　　单位：美元

年数	投资组合真实收益率					
	2%	3%	4%	5%	6%	7%
5	39 670	25 808	18 888	14 747	11 992	10 032
10	18 854	11 952	8 521	6 478	5 129	4 176
15	11 938	7 367	5 109	3 776	2 905	2 296
20	8 497	5 099	3 436	2 464	1 838	1 407
25	6 445	3 758	2 457	1 707	1 232	912
30	5 089	2 880	1 824	1 226	855	611
35	4 129	2 266	1 389	902	607	417
40	3 418	1 817	1 077	675	437	289

如果你觉得这些计算很麻烦，好吧，它们的确是有点。不过，它们传递出来的信息既清楚又明确：如果你希望退休后生活过得很舒服，那么，你现在就必须多储蓄。而且，储蓄进行得越早越好。事实上，你为退休开始储蓄的时间每推迟 10 年，每个月需要储蓄的金额就会增加一倍。尽管这本书关注的焦点是投资，但是，如果你没有储蓄足够多的钱用来投资的话，这些内容对你来说也是没有任何意义的。

现在回到本书唯一想说明的主题上来。我们的社会是消费主导型的，因此每个人的平均消费水平要远远高于生活所必需的消费水平，或者健康的消费水平。如果你发现要储蓄很难，你可能遇到了麻烦。对于新进者，我建议他们读读托马斯·斯坦利（Thomas Stanley）和威廉·丹克（William Danko）合著的《邻家的百万富翁》（*The Millionaire Next Door*），来了解人们是如何变得富有的。想知道富人们最常开的汽车是什么牌子吗？不，不是奔驰，而是福特 F-150。还有一个有趣的事实：水管工人平均的退休时间要远远早于律师们平均的退休时间。为什么会这样？因为律师必须开豪车，生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活在环境不错的小镇，买许多的昂贵衣服，而且去国外享受的假期要比水管工人多很多。变得富有最简单的方法，就是尽可能地少花费。

其他目标

我并不想让这本书成为你的理财规划指导，所以，诸如抵押贷款、债务管理、保险和不动产规划等内容并不是本书的主题。不过，还是有一些理财规划主题，跟我们谈论的投资基本原理和金融理论紧密相关，值得我们在这里提一提。

- **应急账户**。这是理财规划师经常谈论的事情："5 年，5 年，5 年！"你不应该将未来 5 年内所需要的钱置于风险之中。此外，你还应该保留足够的流动性资产，来保证你未来 6 个月的生活支出，这些资产包括短期债券、大额可转让存单、货币市场工具以及支票和储蓄账户。但这并不是说，你必须为此专门开设一个单独的账户，它只是你整体资产的一个组成部分。

  然而，你应急用的钱必须存在应税账户中。退休账户中的流动资产并不能完成这一使命，就好像在 59 岁时因为突发情况而动用个人退休账户里面的钱，会引发巨额的税务账单或提前提取惩罚。很多退休计划和 401（k）计划都允许你为突发情况借款，这么做并不是一个好主意，因为这类贷款的违约会遭到 10% 的提前提取税收惩罚。

- **住房储蓄**。因为你为住房储蓄的时间不可能超过 5 年，所以你应该将这部分钱以短期债券、大额可转让存单和货币市场账户的形式保存。当然，它也可以存在应税账户中。

- **教育储蓄**。这是一个非常复杂的领域，而且最近刚刚经历了一场革命性的变化，因为引入了 529 大学储蓄计划，这个计划有着很大的税收好处。

  从资产管理的角度出发，教育储蓄是很不好处理的难题，因为它的时间跨度正好介于应急账户和退休计划之间。你为此储蓄的时间可能是几年，也可能是 20 年，这取决于你孩子的年纪和你可动用的基金。遗憾的是，就像我们前面看到的那样，就算时间跨度是 20 年，股票的收益率水平也不高。如果你 10 年来的收益率水平都很低，你将不得不把钱投到我们前面提到的五年期债券上面。当你的孩子只有 4 岁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候，你就开始储蓄，就算你投资的前 9 年收益率都比较差，你还剩下 5 年时间为孩子上大学做准备。你应该怎么办？考虑到安全性，我建议你最多将 30%~40% 的孩子大学教育基金投到股票上，随着升学考试时间越来越近，将这些钱逐步转移到投资债券上。当需要支付大学费用时，你可以在市场行情好的时候选择卖出股票，在行情不好的时候选择卖出债券。

THE FOUR PILLARS OF
投资金律
INVESTING

1. 将你所有的资产构建成一个投资组合进行管理：个人储蓄账户、退休账户、应急账户、教育账户和住房储蓄。
2. 你和你的配偶活的时间可能比你想象的要长。你应该在支出方面做出计划安排，消费的最高金额不要超过你投资组合每年预期的真实收益率，也就是3%~4%。
3. 即使是这样的假设也不够保守。如果在退休初期，你经历了相当长一段时间的熊市，投资组合的收益率非常低，你可能在市场反弹前就花光了所有的钱。
4. 你要尽早开始储蓄。大多数工人发现如果他们在40岁的时候开始储蓄，基本上不可能在自己希望的时间退休。
5. 储蓄永远都不嫌多。成功的退休计划最好的描述就是养成良好的习惯，不要有太多的奢侈欲望。从现在开始就这么做！
6. 不要将那些你在未来5年里要用的钱投资到股票上。
7. 至少将6个月的生活开支存在应税账户中，选择的投资产品一定要是安全的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13 确定你的投资组合构成

现在让我们谈谈如何构建你的投资组合。和搭建房子一样，我们首先要认真地进行规划，准备好要用的每一块砖、木料和木瓦板，然后再将所有的材料组合为一个整体。

构建个人投资组合的原材料，包括我们前面讨论过的许多投资工具：开放式共同基金，交易所交易基金，以及所占比例最大的美国国债。搭建房屋最重要的三种材料分别是砖块、木料和木瓦板，如果你愿意，你也可以将投资领域的三个重要的工具比喻成搭建房屋的三大重要的基础材料，只不过投资的三大材料分别是美国股票、外国股票和短期债券。

在详细分析这些基础原料之后，我们将会讨论哪些材料对你搭建房屋来说是最合适的。就好像在搭建比较大的房屋时，你需要钢筋和混凝土来做重要的支撑一样，在投资领域也是如此，对某些类型的投资组合来说，某些特殊的资产类别和共同基金就扮演着这样的角色。

构建投资组合的最终目的，就像搭建房屋一样，是为了保护你，但投资组合侧重的是应对人生中各种的不确定性。在你搭建房屋的时候，很难准确地预测哪些自然灾害会危及你的房子。如果事先知道洪水、火灾或飓风什么时候会来到，你就会在这之前加固房屋。但是，现实却是你很难准确预测这些必须面对的自然灾害。于是，你采取了一个折中的办法，在预算范围内，你设计搭建的房屋能够最大程度地抵抗这三类自然灾害的破坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样的，在构建投资组合的时候，你也不能事先准确预知各种经济、政治，或者军事、自然灾害会如何降临到你的投资组合上。例如，如果能够确切地知道在接下来的几十年中，通货膨胀是经济面临的最大麻烦，那你肯定会更加重视黄金、自然资源、不动产和现金在你投资组合中的作用，它们跟股票所占的权重可能会基本相当。如果提前知道我们将会遭遇严重的通货紧缩（就像 20 世纪 30 年代所经历的情况那样），你肯定只会选择持有美国长期国债。如果提前知道世界将会对美国在工业领导方面失去信心，你肯定会在投资组合中加大外国股票和债券的比重。

总之，在接下来的 20~30 年时间里，一定存在一个唯一的最优资产配置，而这个配置肯定是我们特别希望能够拥有和实现的。现在唯一的问题，是我们没有任何关于这个最佳资产配置的任何线索。因此，最安全的做法，是拥有尽可能多的资产类型，这样你肯定可以避免你所构建的投资组合中，正好都是那些表现特别差劲的股票。

著名的货币基金经理查尔斯·埃利斯 1975 年在《金融分析师季刊》（*Financial Analysts Journal*）上发表了一篇重要文章，认为投资就像非职业的网球比赛。这个水平的运动员输掉比赛的最常见的方式，就是自己的“非受迫性失误”太多。也就是说，由于击球太用力，或者太追求落点角度，很容易让一些简单的回球出现失误。在跟你的朋友们打球时，赢得比赛的最好方式，就是确保你每次都能顺利地将球回过去。换句话说，在业余网球比赛中，你不需要太多的主动得分，你只需要尽量避免失误，就像埃利斯文章的标题写的那样：战胜输家的游戏。

投资策略与埃利斯关于网球比赛的观点非常相似：比赛的关键是不失误。在本章，我们将要讨论的重点，是如何构建最大程度上不出现失误的投资组合。

砖块

当我们提到“美国市场”的时候，我们主要指的是什么呢？大多数分析师立即想到的是标准普尔 500 指数。这里的 500 指的是标准普尔公司选出的代表美国各行各业的 500 家不同规模的公司。这是一个按照资本加权计算的指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我写作本书的时候，所有美国发行在外股票的总市值（大约 7 000 家公司）为 13 万亿美元。通常我们将其称为“市场资本总规模”，或者简称为“市场总值”。从这个角度来看，标准普尔 500 指数的总市值为 10 万亿美元，占市场资本总规模的 3/4。标准普尔 500 指数中，市值规模最大的是通用电气，其总市值大约为 4 000 亿美元，占指数的权重为 4%。标准普尔 500 指数市值规模最小的是美国礼品公司（American Greetings），其总市值大约为 7 亿美元，占指数的权重为 0.007%——大约是通用电气的 1/600。因此，模拟标准普尔 500 指数的指数型基金，其投资组合中通用电气的比重就应该是美国礼品公司比重的 600 倍。

如果通用电气公司市值跳水，而美国礼品公司市值飙升该怎么办呢？不要担心！由于指数型基金根据每家公司的总市值规模按比例持有，标准普尔 500 指数基金会根据其总市值规模的变化，自动进行调整。换句话说，指数型基金并不需要按照价值的变化买入或卖出股票（这与富国公司不幸的第一个指数型基金不同，那只基金是平均持有纽约股票交易所 1 500 只股票的）。

不过，这倒是提出了几个在语义上应该重视的问题。当大多数投资者说“指数型基金”的时候，他们几乎都是在指标准普尔 500 指数基金。然而，美国股票市场上公开交易的股票超过了 7 000 只。因此，标准普尔 500 指数并不是真正意义上的“市场指数”，因为它所包含的股票数量只占市场总数量的 7%。不过，虽然从数量上来看只占到 7%，但由于它们都是大公司，所以总市值占美国股票市场总市值的 75%。

真正意义的“市场指数”有三个。最常用的指数是威尔逊 5000 指数（Wilshire 5000），尽管名字中含有的是 5 000，它包括了所有公开交易的 7 000 多只股票。第二个常用的指数是罗素 3000 指数（Russell 3000），它涵盖了市场上最大的 3 000 家公司。尽管罗素 3000 指数并没有将威尔逊 5000 指数包含的另外 4 000 家公司囊括进来，不过，这 4 000 家公司的股票市值都非常小，仅占美国股票市场总市值的 1%。第三个常用的指数是证券价格研究中心（The Center for Research in Security Prices）的 CRSP 指数。这个指数的历史价值比较高，最早可以追溯到 1926 年，按照当时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本加权方法，它包含的公司只有 433 家。而今天，该指数包含的公司数量以及编制方法都与威尔逊 5000 指数类似。

从现在开始，事情变得有意思了。有很多基金模拟威尔逊 5000 指数和罗素 3000 指数，但是它们却不是真正意义上的指数型基金，因为如果基金持有全部的 7 000 或 3 000 只股票的话，会过于笨重和庞大。这些基金都只选取那些有代表性的公司，因此，它们不可能完全模拟指数的变动。对于这类基金，更为准确的描述应该是“消极管理型基金”。也就是说，它们选择部分但不是全部特定指数包含的股票，或者按照某些特定标准选择股票。

标准普尔 500 指数基金通常是真正的“指数型基金”，因为这些基金都持有指数包括的全部 500 只股票。但是它并不是消极管理，事实上，这种类型的基金属于积极管理型：由标准普尔指数股票选择委员会进行管理，正是这些人决定着指数由哪些股票组成。尽管在实际操作过程中，“消极管理型基金”和“指数化”共同基金存在一定的差异，但在用法上，我们经常将两者替代使用。

正如我们在上一章讨论的那样，在绝大多数情况下，我们都希望能够复制指数走势，因为这样做的费用很低，还可以战胜大多数积极管理型的基金经理。因此，我们面临两个基本的选择：是选择只包括最大规模公司股票的标准普尔 500 指数，还是选择具有广泛代表性、且包含许多小公司股票的威尔逊 5000 指数和罗素 3000 指数。

拥有美国股票市场意味着选择包含所有股票的指数——威尔逊 5000 指数。模拟“全市场”基金的祖父级基金是先锋全股票市场指数型基金。该基金的最低费率仅为 0.20%，这是一个最佳的选择。自 1992 年开售以来，它在模拟威尔逊 5000 指数方面做得非常成功，在不考虑费用的情况下，威尔逊指数变动的幅度与该基金变动幅度只相差几个基点（一个基点代表万分之一，例如，当格林斯潘宣布利率水平下调 0.5% 时，就等于下调 50 个基点的利率）。在过去的 5 年时间里，让人感到更为惊奇的是，该基金在刨除费率的情况下，比指数的表现还要高出 4 个基点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里开始将会接触到另外一个非常重要的主题，我们称之为“交易技巧”。我们经常听说“一只猴子都可以管理一只指数型基金”，事实就是这么简单。精确地模拟指数对市场的掌握程度、操作纪律和紧张度要求都非常高。先锋指数型基金的领军人物乔治·U·索特（George U. Sauter）就是这方面的典型代表，他精通操作技术，而且有能力避免“消极模拟失误”，也就是说，通过持有小型、流动性相对比较差的公司股票，以很小的优势战胜指数的表现。

交易技巧是投资领域众多备受嘲讽的问题之一。回想一下我们在第 3 章讲的内容，投资基金经理向我们证明了他们并没有选择的技术和本领，也就是说他们并没有成功挑选股票的能力。不过，索特和其他一些操盘手不断地向我们证明了，在股票买入和卖出的实际操作过程中，确实有技巧存在，这个技巧就是交易技巧，这一点是毫无疑问的。

有很多投资工具可以让你通过一只基金就可以购买整个美国市场。我在表 13—1 中，对这些模拟美国市场的指数型基金进行了详细的介绍。什么时候以及在哪里，你可以购买到这些模拟美国市场总体走势的指数型基金呢？两种情况下你可以这么做。

第一，由于具有“税收效应”，在应税账户中的总体市场指数基金是应当持有的核心股票。罗素 3000 指数和威尔逊 5000 指数基本上没有交易量。很多股票可能会因为并购活动而脱离指数，不过这些都不属于免税事件。第二，一只股票真正脱离这些投资组合的唯一方法是破产，在这种情况下，你不必担心资本损失问题。你愿意在退休账户中持有总体市场指数基金吗？在我看来，只有当你希望事情尽可能简单，而且不想拥有过多数量的基金时，才会选择这么做。否则的话，在退休账户中，你还是应该将这些投资分成几个独立的部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—1　美国总体市场基金

基金	指数	类型	费用	费率（%）	最低金额 /IRA（美元）	资产（百万美元）	应税 / 避税
先锋美国总股票市场指数基金	威尔逊 5000 指数	开放式基金	无	0.20	3 000 / 1 000	14 689	均有
富达斯巴达人全股票市场基金	威尔逊 5000 指数	开放式基金	无	0.25	15 000 / 15 000	1 046	均有
施瓦布股票市场共同指数基金	威尔逊 5000 指数	开放式基金	无	0.40	2 500 / 1 000	260	均有
施瓦布股票市场共同指数精选基金	威尔逊 5000 指数	开放式基金	无	0.27	50 000 / 500	257	均有
国际股票罗素 3000 指数基金	罗素 3000 指数	交易所交易基金	*	0.20	*	1 303	均有

* 交易所交易基金有交易费用和差价，没有最低购买限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

装卸与分割

现在有必要来处理最难对付的问题了，到目前为止，就连专家们也经常在这个问题上存在不同的意见。这个问题就是：值不值得将美国股票市场分为许多子市场，比如小盘股市场和大盘股市场，或者价值型股票市场和成长型股票市场？

反对者（装卸工）的观点既简洁又有说服力：因为市场是极其有效的，因此不存在哪一部分子市场还能够获得额外的长期预期收益率。将市场分为不同的子市场不仅成本很高，而且还会让你暴露在不必要的风险之中。

而支持者会说："看看历史数据吧，价值型股票的收益率要高于成长型股票的收益率，小盘股收益率也要高于大盘股收益率。从逻辑上讲，应该更关注价值型股票和小盘股。"小盘股的收益率比较高的原因很明显：它们的风险更高。但是，价值型股票的收益率比较高的原因就有点奇怪。有趣的是，对此有两种不同的解释，而这两种解释是相互对立的。第一种解释是我们在第 7 章介绍的行为金融学，投资者高估了表现突出股票的收益增长情况。第二种解释认为，可能价值型股票的风险比成长型股票的风险要更高些，因此，其要求的回报也应该更高些。我倾向于认同行为金融学提出的解释，但是，这两种解释之间的矛盾和对立却一直都没有解决。

为了解决这方面的难题，我们需要借用一些专业术语。在图 13—1 中，我用图形的方式将市场与其组成部分的关系演示了出来。最常见的方式，是将市场分为四个重要的组成部分：大盘成长型、大盘价值型、小盘成长型和小盘价值型。大盘成长型和大盘价值型构成了大盘股市场，我们通常用标准普尔 500 指数来代表这个市场。小盘价值型和小盘成长型构成了小盘股市场，通常情况下，我们用罗素 2000 指数或者标准普尔 600 指数来代表这个市场。由于成长型股票的市场价值大大高于价值型股票的市场价值，所以在很多指数中，成长型股票都比价值型股票占优势，因此，大盘成长型股票与大盘股市场表现基本上是同步的。小盘股市值变化也基本类似，小盘成长型股票与小盘股市场的表现基本上同步。

现在你可能会感到疑惑，我的观点可能倾向于将市场分开来考虑。如果决定将市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分为不同的子市场，你现在面临的问题就是如何进行分割。例如，你能清晰地界定大盘股和小盘股吗？在美国，代表小盘股的市场指数是罗素 2000 指数，这个市场的平均市值大约为 10 亿美元。从学术研究的角度来看，最常用的小盘股市场指数是证券价格研究中心的 9-10 十分位指数，其平均市值仅为 1 亿 5 200 万美元（“9-10 十分位”指的是这些股票处于 9/10 到 1 这个位置，也就是说股票市值处于底部区域，其包括的公司都是些小市值公司，市值规模处于 5 000 万 ~3 亿美元之间，通常被称为“微市值”公司）。没错，市场上确实有这样的基金模拟微市值公司指数。

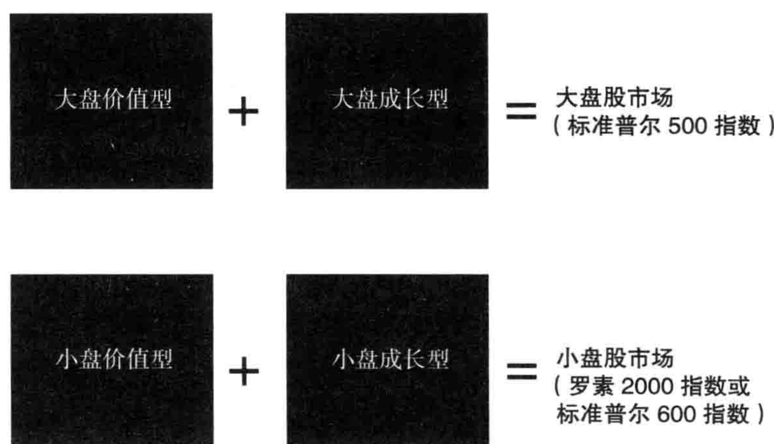


图 13—1　股票市场的四大组成部分

你用什么标准来区分价值型公司和成长型公司呢？最常用的方法是用市盈率标准将市场分为三部分：市盈率最低的那 1/3 被称为价值型公司，市盈率最高的那 1/3 被称为成长型公司，处于中间 1/3 的公司被称为混合型公司。

这里的有些内容可能会让你感到困惑。先锋公司按照市场价值将公司分为价值型和成长型两大类：市场价值最高的那一半称为成长型公司，而另一半称为价值型公司。由于成长型公司的市场价值要高于价值型公司，因此，按照这种方法对标准普尔 500 指数的公司进行分类，就会发现价值型公司（大约 350 家公司）比成长型公司（大约 150 家公司）要多很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样分类的重要意义，就在于先锋成长型基金只持有成长型公司股票，而先锋价值型基金则持有价值型公司股票和混合型公司股票。此外，某些公司的价值指数型基金仅包括价值型公司股票（先锋同样将标准普尔小型股 600 指数分为小盘成长型指数和小盘价值型指数，前者大约有 200 家公司的股票，后者大约有 400 家公司的股票，这一方法与大盘价值型指数同样存在“混合型干扰”问题）。

你会发现将股票市场分为四大块：大盘价值型、大盘成长型、小盘价值型和小盘成长型，其实是非常复杂的，因为我们不得不面临两次抉择。这里还需要考虑另外一个重要的因素。在第 1 章，我们曾经探讨过，小公司的股票收益率要比大公司的股票收益率高许多。在实际操作中，你有必要特别防范购买小盘股的投资策略，因为这些公司的交易成本都很高。如果你偏好交易小盘股，就有必要选择一位小盘股交易技术熟练的指数基金经理，比如来自先锋公司或 DFA 集团的基金经理。康桥基金公司的约翰·蒙哥马利（John Montgomery）是这方面的行家里手。

在表 13—2 中，我为投资者罗列了主要的美国股票子市场指数基金。请注意最后一列，这一列表明每只基金是否适合应税账户、避税账户或者两者皆可。我们发现四大子市场中有三个市场（大盘价值型、小盘价值型和小盘成长型）不适合应税账户，这是因为为保持各自的特征就必须要求大规模的交易量。例如，小盘价值型基金可能会因为某只股票属于大盘股而抛弃它，转而选择成长型股票或者两者都配置，以获得尽可能高的资本收益。即使是只投资大市值公司股票的先锋价值型指数基金，也会将其投资组合市值的 5% 作为资本收益，来减少税收收益。不动产投资信托同样也不适合应税账户，因为其大部分收益都来自股息，而股息是一种需要缴税的正常收益。

同时还应该注意到，为了不鼓励股东们交易，有几种类型的基金还对那些持有时间不足 1~5 年的份额征收“条件赎回费”，收取的费用会支付给那些一直持有的股东们。投资者们需要小心，一般只有当指数型基金账户不足 1 万美元时才会收取 10 美元的服务费用。1 000 美元的资产每年的费率就是 1%，稍低于 10 000 美元的资产每年的费率就是 0.10%。幸运的是，大多数投资者都不会遇到这个问题，但是，这样的做法让人觉得很不舒服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—2 美国股票指数型基金

基金	指数	类型	费用	费率（%）	最低金额 /IRA（美元）	资产（百万美元）	应税 / 避税
大盘股市场							
先锋 500 指数基金	标准普尔 500 指数	开放式基金	无	0.18	3 000 / 1 000	74 796	均有
先锋应税成长与收入基金	标准普尔 500 指数	开放式基金	*	0.19	10 000 / VA	2 063	应税
先锋应税资本增值基金	罗素 1000 指数	开放式基金	*	0.18	10 000 / NA	2 383	应税
富达斯巴达人 500 指数基金	标准普尔 500 指数	开放式基金	无	0.19	10 000 / 500	8 609	均有
USAA 标准普尔 500 指数基金	标准普尔 500 指数	开放式基金	无	0.18	3 000 / 2 000	2 987	均有
施瓦布标准 500 指数基金	标准普尔 500 指数	开放式基金	无	0.36	2 500 / 1 000	3 077	均有
施瓦布罗素 1000 指数基金	罗素 1000 指数	开放式基金	无	0.47	2 500 / 1 000	4 159	均有
国际股票标准普尔 500 指数基金	标准普尔 500 指数	交易所交易基金	**	0.09	***	3 767	均有
国际股票标准普尔 100 指数基金	标准普尔 100 指数	交易所交易基金	**	0.20	***	175	均有
SPDRs 基金	标准普尔 500 指数	交易所交易基金	**	0.11	***	29 110	均有
国际股票罗素 1000 指数基金	罗素 1000 指数	交易所交易基金	**	0.15	***	450	均有
小盘股市场							
先锋小盘指数基金	罗素 2000 指数	开放式基金	无	0.27	3 000 / 1 000	3 228	避税
先锋应税小盘指数基金	标准普尔 600 指数	开放式基金	*	0.20	10 000 / NA	589	应税
国际股票标准普尔 600 小盘指数基金	标准普尔 600 指数	交易所交易基金	**	0.20	***	812	避税
国际股票罗素 2000 指数基金	罗素 2000 指数	交易所交易基金	**	0.20	***	2 257	避税
康桥超小盘税收优惠基金	CRSP-10 指数	开放式基金		0.75	2 000	44	应税
大盘价值型							
先锋价值型指数基金	标准普尔 500 指数 / 标准指数	开放式基金	无	0.22	3 000 / 1 000	3 287	避税
国际股票罗素 1000 价值型指数基金	罗素 1000 指数	交易所交易基金	**	0.20	***	631	避税
国际股票标准普尔 500 价值型指数基金	标准普尔 500 指数 / 标准指数	交易所交易基金	**	0.18	***	521	避税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

基金	指数	类型	费用	费率（%）	最低金额 /IRA（美元）	资产（百万美元）	应税 / 避税
大盘成长型							
先锋成长型指数基金	标准普尔 500 指数 / 标准指数	开放式基金	无	0.22	3 000 / 1 000	9 061	均有
国际股票罗素 1000 成长型指数基金	罗素 1000 成长指数	交易所交易基金	**	0.20	***	528	均有
国际股票标准普尔 500 成长型指数基金	标准普尔 500 指数 / 标准指数	交易所交易基金	**	0.18	***	427	均有
小盘价值型							
先锋小盘价值指数基金	标准普尔 600 指数 / 标准指数	开放式基金		0.27	3 000 / 1 000	482	避税
国际股票罗素 2000 价值型指数基金	罗素 2000 价值型指数	交易所交易基金	**	0.25	***	608	避税
国际股票标准普尔 600 价值型指数基金	标准普尔 600 指数 / 标准指数	交易所交易基金	**	0.25	***	332	避税
小盘成长型							
先锋小盘成长型指数基金	标准普尔 600 指数 / 标准指数	开放式基金		0.27	3 000 / 1 000	310	避税
国际股票罗素 2000 成长型指数基金	罗素 2000 价值型指数	交易所交易基金	**	0.25	***	412	避税
国际股票标准普尔 600 成长型指数基金	标准普尔 600 指数 / 标准指数	交易所交易基金	**	0.25	***	165	避税
REIT							
先锋 REIT 指数基金	摩根斯坦利 REIT 指数	开放式基金	**	0.33	3 000 / 1 000	1 081	避税

注：* 持有时间少于 1 年收取 2% 的赎回费，持有时间为 1~5 年收取 1% 的赎回费。
** 交易所交易基金有交易费用和差价，没有最低购买限制。
*** 持有时间少于 1 年收取 1% 的赎回费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析表 13—2 中由蒙哥马利管理的康桥超小盘税收优惠基金，与其他小型公司基金之间的差别是非常有价值的。应税账户的康桥基金投资的公司，与其他小型公司基金投资的公司相比，它们的市值规模更小，通常都是市值在 5 000 万 ~1 亿美元之间的微型公司，而其他基金投资的公司市值大约都在 10 亿美元左右。在表 13—2 中，这些基金的风险比其他小型公司基金的风险更大，因此，所要求的收益率也就更高。同时，与其他小型公司基金相比，康桥基金的分散化工作做得也更好，因为它们选择的小型公司与市场其他公司的相关性比大型公司更低。此外，它的费用更高，承担更大的“机构风险”——康桥公司的基金不可能持续很长时间，至少从其公司文化的角度来看，它们也不倾向于长期存续。

可能有人会注意到纳斯达克 100 立方基金并不在名单中。该基金确实是一个高效、便宜（年费仅为 0.18%）的指数型交易所交易基金，我们在第 10 章对此有过介绍。不过，从本质上来看，它是专注于大盘成长型股票的基金。它持有的股票的卖出价格超过收益水平 50 倍以上，因此在市场下跌时，它很容易受到冲击，在最近的下跌行情里，该基金价值损失超过了 60%。事实上，我建议完全规避大盘成长型基金和小盘成长型基金。

正如我们在第 1 章中看到的那样，从长期来看，小盘成长型基金其实很差劲，在四个子市场中，它的收益率最低，而风险却最高。按照大盘成长型的定义，纳斯达克 100 指数除了估值非常高外，与标准普尔 500 指数很相似，所以它未来长期收益率相对要低很多。

我建议用小市值基金替代小盘成长型基金，用大市值基金（比如标准普尔 500 指数基金）替代大盘成长型基金。通过购买标准普尔 500 指数基金、总体市场基金和小市值指数型基金，你可以充分持有大市值和小市值股票，因为这些基金主要是由成长型公司构成的。

这就是为什么我相信，将我们的股票投资组合的国内组成部分，划分为几个子市场是值得的——我们可以减少拥有过多高估的成长型股票的风险敞口，特别是那些市场比较小的成长型股票，从历史的角度来看，它们的长期收益率都非常低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有第五种值得考虑的资产类别：不动产投资信托，我们已经在第 2 章中讨论过相关的内容。由于它跟其他四个子市场的表现形式有很大的不同，大多数资产分配专家都将它看成一个独立的资产类别。考虑到不动产投资信托的预期收益率相对较高，它的确值得每一个投资者认真对待。

国内股票市场有很多种划分方式，我们只是做了些表面上的工作。交易所交易基金和开放式基金让你可以投资市场里中等市值规模的公司、价值型公司和成长型公司。你也可以在某一个投资组合里，购买所有规模的价值型股票或者成长型股票（例如罗素 3000 指数价值成长型基金）。当然，你还可以通过指数化购买不同行业的股票，这跟前面介绍的情形类似。将国内股票市场划分得比我们上面提到的五种资产范围还窄的做法，已经没有什么价值和意义了。

总结一下，对你有用的五种主要的资产类别是：

- 大市值；
- 小市值；
- 大盘价值型；
- 小盘价值型；
- 不动产投资信托。

木料

在构建投资组合的过程中，接下来需要你考虑的是国外股票。这个任务要简单许多，因为可供你选择的产品要少很多。

你唯一能够购买的指数化产品，是国外大市值股票的替代品。对于个人投资者来说，没有国际小市值指数化投资工具、大盘价值型投资工具或小盘价值型投资工具可选择。

唯一可以选择的是地区。你可以选择投资所有地区：按照市值加权的方法选择所有的国外股票，或者可以将投资分为三大地区：太平洋地区（主要是日本）、欧洲和新兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场（墨西哥、巴西、土耳其、印度尼西亚、韩国和其他类似的区域）。

如果担心，你可以通过先锋国际价值型基金有效地投资国外价值型股票。这个虽然不是指数化投资基金，但是费用的确比较低，而且模拟国际价值型股票做得很成功。在表 13—3 中，我将该基金和其他我推荐的国外指数型基金都罗列了出来。

有一些小窍门值得考虑。理论上，我建议不要在应税账户中持有先锋总体国际基金，因为它包含了三个不同地区的基金，是“基金的基金”。持有这只基金不能成功地实现国外股票分红的避税。

注意基金的规模。如果基金规模太小，比如小于 1 亿美元，我就会变得很谨慎：因为基金公司可能会因为缺乏利息收入而解散基金。新兴市场股票指数型基金的买卖费率为 0.5%，不要将这个费用与销售费用搞混。这些费用会支付给那些已经存在的股东们，用以弥补刚刚购买的那部分基金的交易成本。换句话说，直接受益的是已经存在的股东，而不是基金公司的销售人员。

挑选国际投资工具的时候，有两个方面的选择值得考虑。第一，国际股票只提供某一个国家的指数型交易所交易基金。我不建议选择它们，因为这些产品不仅复杂而且成本很高：这些基金的费率平均为 1%，远远高于那些开放式基金的费率。第二，维度基金顾问公司（Dimensional Fund Advisor，以下简称 DFA）可供参考。他们是金融领域最牛、最聪明的一群人，他们跟尤金·法玛以及芝加哥大学都有非常密切的联系。

DFA 指数基金所买卖的资产类别，可能正好就是你希望持有的小市值股票、价值型股票，甚至是国外市场的小市值价值型股票。他们还有一些专门买卖英国、欧洲大陆、日本、太平洋地区以及新兴市场国家小盘股的个人基金。

更值得一提的是，他们在美国市场上的指数型基金，比先锋公司该类基金或其他指数型基金，持有更多的价值型和小市值股票。他们甚至还有避税管理价值型指数基金，该类基金的主要投资对象是美国和其他国家的价值型股票。

不过，这里也有其他的一些麻烦。DFA 只通过被他们认可的金融顾问销售基金。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—3 国际基金

基金	指数	类型	费用	费率（%）	最低金额 /IRA（美元）	资产（百万美元）	应税 / 避税
先锋欧洲股票基金	MSCI-EAFE 欧洲指数	开放式基金	无	0.29	3 000 / 1 000	4 813	均有
先锋新兴市场股票指数基金	MSCI-EAFE 新兴市场指数	开放式基金	**	0.58	3 000 / 1 000	850	均有
先锋太平洋股票指数基金	MSCI-EAFE 太平洋指数	开放式基金	无	0.37	3 000 / 1 000	1 661	均有
先锋全球国际基金	MSCIEAFE 指数	开放式基金	无	0.37	3 000 / 1 000	3 003	避税
先锋应税国际基金	MSCIEAFE 指数	开放式基金	*	0.35	10 000 / NA	324	均有
先锋国际价值基金	NA 指数	开放式基金	无	0.64	3 000 / 1 000	910	避税
富达斯巴达人国际指数基金	MSCIEAFE 指数	开放式基金	无	0.35	15 000 / 15 000	349	均有
施瓦布国际指数基金	MSCIEAFE 指数	开放式基金	无	0.58	2 500 / 1 000	613	均有

注：* 持有时间少于 1 年收取 2% 的赎回费，持有时间为 1~5 年收取 1% 的赎回费。
** 0.5% 的买卖费用，支付给基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果只为了买到 DFA 公司的基金就接受金融顾问们的服务，这样做值得吗？

可能不一定值得！ DFA 公司的避税管理基金、国外小市值和国外价值型基金的费率普遍比先锋公司同类基金高 0.2%~0.6%，再加上你付给金融顾问的费用，这些基金的优势可能就不存在了。但是，如果你觉得自己需要一位金融顾问提供相应的服务，那么你倒是可以通过他来购买 DFA 公司的产品。

木瓦板

就像屋顶上的木瓦板能够保护你的房屋免受雨雪的侵蚀那样，在市场行情不好的时候，债券也能够为你的投资组合提供相应的保护。表 13—4 罗列了一些值得推荐的债券。

债券投资最重要的原则就是短期化。正如我们在图 1—10 中看到的那样，长期债券的风险其实是很高的。如果你持有的债券期限是 30 年，当利率上涨一倍时，你债券的价值就只剩原来的一半。

另外，就像图 13—2 中美国国债市场的收益率曲线所展现的那样，通过延长债券期限获得的额外收益也是非常少的。我们注意到，将债券期限从原来的 30 天延长到 30 年，其额外收益率仅为 4%，这是收益率曲线比较“陡峭”导致的。

大多数情况下，收益率曲线没有这么陡峭：长期与短期收益率的差别大约为 1%~1.5%，甚至有些时候，收益率曲线还会发生“倒转”，例如长期收益率低于短期收益率。

在图 13—2 中，当债券期限是 5 年的时候，你可能会获得“大部分收益”。这个最陡峭部分的收益率曲线，是你收到回报率最多的部分。超过这个部分，额外的收益率就会逐步降低，而风险却在不断增加。

你的投资组合中承担风险的部分应该是股票，而不是债券，债券的作用应该是在帮助你避免市场下跌同时，为你提供足够的流动性。债券收益率曲线最陡峭的是第一年或者前两年，因此在你投资组合中，你持有债券的期限应该是 1~5 年。有各种各样的债券型基金可以满足你这方面的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—4 债券和债券指数型基金

基金	指数	类型	费用	费率（%）	最低金额 /IRA（美元）	资产	久期（年）
先锋全球债券市场指数基金	雷曼兄弟综合债券指数	开放式基金	无	0.22	3 000 / 1 000	12 437	4.6
先锋短期债券指数基金	雷曼兄弟1-5年债券指数	开放式基金	无	0.21	3 000 / 1 000	1 429	2.5
先锋中期债券指数基金	雷曼兄弟长期债券指数	开放式基金	无	0.21	3 000 / 1 000	1 806	5.8
先锋抗通胀证券基金	NA	开放式基金	无	0.25	3 000 / 1 000	900	4.5
施瓦布全球债券市场指数基金	NA	开放式基金	无	0.35	1 000 / 500	887	4.9
富达美国债券指数基金	雷曼兄弟综合债券指数	开放式基金	无	0.31	100 000 / 500	3 034	4.5
先锋短期公司债券基金	NA	开放式基金	无	0.24	3 000 / 1 000	6 844	2.2
先锋GNMA	NA	开放式基金	无	0.27	3 000 / 1 000	15 839	3.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

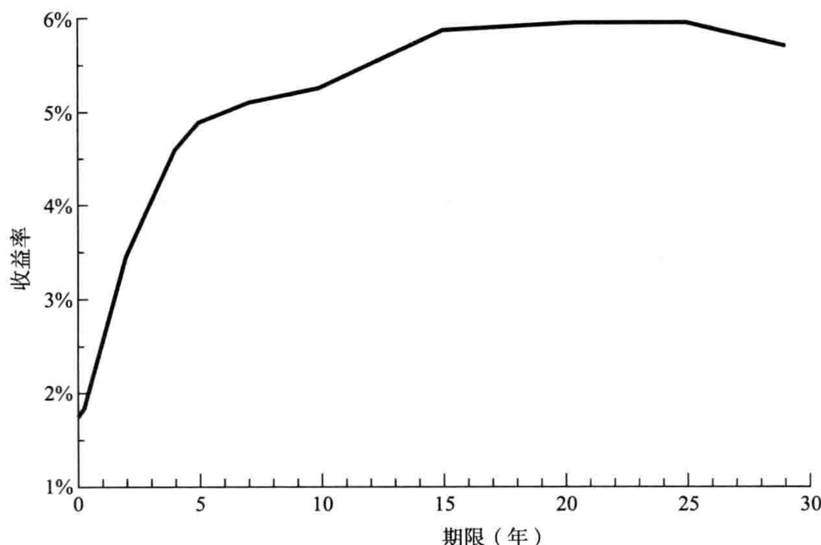


图 13—2　美国国债收益率曲线

债券的类别主要有以下三种，你可能都会用到。

- **政府债券。**主要包括国库券（期限在 1 年以下）、中期票据（期限为 1~10 年）和长期国债（期限超过 10 年）。这个类别的债券还有其他的“政府机构债券”，如 GNMA、美国联邦国民抵押协会（FNMA）、美国联邦住宅贷款银行（FHLB）、美国联邦农业信贷银行（FFCB）等等，它们都是得到美国政府支持的机构。这些债券都是联邦政府发行的，它们中有些机构发行的债券免征州税，有些债券则不能。

  除非你投资少量的资金到政府债券上，否则没有什么理由购买这样的基金。因为所有的政府债券信用风险都是零，因此，没有必要对此进行分散化投资。政府债券可以通过拍卖的方式，直接从财政部购买，且不会有任何费用。

- **高质量的公司债券和商业票据。**公司债券不仅面临利率风险，还面临信用风险。即使是最高等级的公司债券，也偶尔会出现违约的情形。那这种情况发生的概率大概是多少呢？非常低！按照穆迪评级公司的研究，从 1920 年开始，信用级别为最高等级 AAA 的公司，债券违约的概率几乎为零，AA 等级的债券每年违约的概率为 0.04%，A 等级的债券每年违约的概率为 0.09%，BBB 等级的债券每年违约的概率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 0.25%，BBB 是“投资等级”类型债券中级别最低的。这样的分类也存在少许欺骗性，例如，虽然 AAA 等级的债券不大可能突然违约，但是它首先可能面临连续的信用等级下调。考虑到这一层风险，从历史数据来看，你应该要求 5% 的额外回报。

当前，高等级公司债券与政府债券之间的“差价”超过了 1%。这对投资者又意味着什么呢？首先，在投资公司债券的时候，有必要扩大你的分散化投资程度，你可以通过购买公司债券共同基金实现这一目标。你没有必要因为与购买单个公司股票相同的原因，购买单个公司债券，因为那样会让你承担不必要的风险，进而让你的投资组合因为单次违约事件而瓦解，这样的违约事件，是你不希望在你投资组合的“无风险”资产中发生的。

聪明的投资者都会关注高等级公司债券和政府债券之间的收益“差价”，我们在图 2—6 中关于垃圾债券的描述对此有过说明。当这个差距很小的时候，就购买政府债券；当这个差距很大的时候，就购买公司债券。这种情形的另外一种表达方式，就是当“安全”（政府债券）足够便宜的时候，你就购买它。在当前时刻，“安全”还是很昂贵的。

- **市政债券**。“市政”指的是由州政府和地方政府，或者其他类似准政府的机构，包括交通、住房和自来水等行政主管部门。在它们发行的区域内，市政债券都是免税的。例如，纽约的居民们在购买纽约市政债券时，就不需要承担联邦、州和市政府税收。但诸如锡拉丘兹市（Syracuse）发行的市政债券，对纽约的居民们来说，就只能免除联邦和州政府税收，如果购买的是伊利诺州（Illinois）市政债券，则只能免除联邦政府税收。由于能够减免税收，因此它们的收益率，要比同期限的政府债券收益率低一些，比同期限的公司债券收益率低许多。

与公司债券一样，为了保护自己免受信用 / 违约风险，你可以购买债券基金。有钱的投资者倾向构建他们自己的市政投资组合，因为他们可以购买足够多的品种，从而实现完全分散化。其实这么做并不明智，因为市政债券的交易量比较小，买卖差价比较大，通常在 3%~4%。因此，即便是购买并持有这些债券到期满，你仍然会为购买支付 1.5%~2% 的“一半差价”，分摊到每年的话，大约为 0.2%~0.3%，这属于额外的成本和管理费用。在这一领域，先锋公司提供的产品质量是独一无二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的：它提供了包括全国和单个州的市值债券在内的多种债券，这些债券基金的年费仅为 0.20%，甚至更低。加上这些基金的规模大多超过 10 亿美元，先锋公司估计这些基金支付的买卖差价，比上面提到的一半还要低。因此，除非你是沃伦·巴菲特或者比尔·盖茨，否则最好还是购买先锋公司的基金产品。在表 13—5 中，我罗列了先锋公司的联邦和单个州免税市政债券。

表 13—5　　市政债券基金

基金	费率（%）	最少投资额（美元）	久期（年）	资产规模（百万美元）
联邦基金				
先锋短期免税基金	0.18	3 000	1.3	1 434
先锋限期免税基金	0.19	3 000	2.7	2 250
先锋中期免税基金	0.18	3 000	4.7	7 356
先锋长期免税基金	0.19	3 000	7.5	1 389
先锋高收益免税基金	0.19	3 000	7.0	2 657
地方基金				
先锋加利福尼亚中期免税基金	0.17	3 000	5.7	1 484
先锋加利福尼亚长期免税基金	0.18	3 000	7.9	1 473
先锋佛罗里达长期免税基金	0.15	3 000	7.4	788
先锋马萨诸塞免税基金	0.16	3 000	8.5	293
先锋新泽西长期免税基金	0.19	3 000	6.5	941
先锋纽约长期免税基金	0.20	3 000	6.7	1 313
先锋俄亥俄长期免税基金	0.19	3 000	6.4	444
先锋宾夕法尼亚长期免税基金	0.19	3 000	6.9	1 531

很明显，在应税账户中购买市政债券是没有任何意义的，选择在政府债券和公司债券之间进行。在应税账户里，存在取决于利率和税收水平的多种可能性。我们假设你受制于 36% 的联邦边际税率和 5% 的州税率。在应税账户里，你可以购买先锋有限期限免税基金，这个基金的年收益率为 3.15%。由于你还要支付州政府税收，税后的真实收益率就只有 3.05%。同期限的联邦中期国债收益率为 3.90%，但是在支付完联邦政府税收后，其税后的收益率仅有 2.50%。此外，先锋短期公司债券基金的收益率为 5.18%，但是在支付联邦政府税收和州政府税收之后，它的税后收益率降到了 3.15%。因此，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们更倾向于投资公司债券。尽管在很多时候，联邦政府债券或者市政债券的税后收益率都比较高，不过，在很多情况下，它赎回的风险也比较高。

如果你感到很困惑，那就做跟大多数人一样的选择吧。在应税账户中选择债券投资工具，其实是一个比较难的决策，所谓“正确”的选择每周经常会变来变去。我的建议是，如果有足够多的资产，就将你的应税账户关于债券的投资，按照上面介绍的三种类型（市政债券、政府债券和公司债券）分开来进行。政府债券税后收益率通常比较低，但是拥有绝对安全和较强流动性等优势，而且免收联邦政府税。坦白地说，收益率的差别不足以让我们不断调整投资的种类。

让人感到奇怪的是，除非你投资在债券上面的金额非常小（小于 5 000~10 000 美元），否则购买债券指数型基金没有什么意义。为什么呢？因为该类基金会用 50% 的资产投资政府债券和其他政府证券，并且不用支付任何费用。正是因为这一点，我建议各位想买什么政府债券就直接去买（记住，购买政府债券没有必要搞分散化投资）。我建议你购买先锋短期公司债券基金（或者 GNMA 基金，收益率会更高点，不过期限会长些）作为你债券投资组合中的非政府债券部分的投资品——你的成本会更低，而且对投资组合的控制会进一步加强。需要再次提醒一下，你应该时刻意识到先锋基金的最低年费是 10 美元。如果你的债券投资总额在 10 000~30 000 美元之间变动，那么，将你所有的债券投资集中到某只先锋债券指数型基金，可以帮助你免交投资金额在 10 000 美元以下产生的基金费用。

你想搭建什么样的房子

我真正想问的是，你准备怎样构建你的投资组合？很明显，这个问题是在问你，你希望拥有多少资产以及需要什么样的资产（更重要的是，前者与后者之比），在构建投资组合的过程中，关键的问题是，你如何安排你投资组合的税收结构？例如，很多专业的投资人员，将他们的大多数投资资产分配在 401（k）、IRA、基奥计划（Keogh）和养老金账户中。这使得他们在选择任何投资资产类别的时候都很自由，不用担心税收问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题。这个问题的另一端是企业家，他们将自己的企业出售后获得了一大笔钱，这样的投资者所能拥有的资产受到了比较严格的限定。选择该类基金的原因就在于“指数型共同基金的税收效率”可以让你拥有各种类别的资产。

税收效率是一个极其重要的概念，我们应该完全了解才行。它衡量的是你在扣除税收之后得到的基金收益率。例如，没有换手率的股票型基金，将不会产生资本利得收益，你需要缴税的部分只是相对比较少的股票分红收入，基金会将这部分股利转让给你，这样的基金就是高税收效率基金。反过来，如果某只股票型基金的换手率很高，会周期性带来比较大的资本利得，这部分收益将会被征税，这样的基金就是无税收效率基金。它们中间表现最差的，就是房地产投资信托和垃圾债券基金，它们产生的收益基本上都是以红利的形式发放的，这些红利收入较其他类型的收入所征收的税要高许多。很明显，你只应该在你的应税账户中持有那些税收效率基金，将那些大多数没有税收效率的基金放在你的退休账户中。

正如我们前面提到的那样，问题是有些资产天生就是无税收效率的，比如垃圾债券和不动产投资信托。价值型基金也属于相对无税收效率的基金，因为如果一只价值型股票的股价上涨幅度很大，它可能不再符合价值型基金的要求，必须被出售，从而产生不小的资本利得收入。标准普尔 500 指数基金、威尔逊 5000 指数基金和大市值国外指数型基金则是高税收效率基金，它们都可以在应税账户中持有。另外，有些基金公司（包括先锋基金公司），提供了一种有超级税收效率的“税收管理型”基金，这类基金中的资产包括美国大市值股票、小市值股票和国外大市值股票。

从某种程度上来看，应税 / 避税问题甚至影响到股票 / 债券的资产分布。就好像我们在前面看到的那样，税后的债券收益率其实并不很高。由于税收效率股权基金提供了很好的税收递延功能，因此，在其他情况相同的前提下，所有的应税投资者与所有税收豁免投资者相比，都希望在其投资组合中持有较高比重的股票。

普通的投资者则只愿意持有一小部分免税资产。在这种情况下，你将会希望持尽更可能少的无税收效率资产类别来替代投资组合中的免税部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复式住宅

事实上，你并不是在搭建一幢房子，而是两幢房子。我们前面已经谈论过很多次，你是在进行两种不同的资产分配活动：一类是风险资产分配（股票），另一类是无风险资产分配（通常是短期债券）。在考虑如何分配不同的股票资产类别时，你拥有的股票与债券之间的比例是多少并不重要。投资组合由 80% 的股票与 20% 的债券构成的激进型投资者，与投资组合由 20% 的股票与 80% 的债券构成的保守型投资者，他们的股票投资构成与债券投资构成其实是完全相同的。只是他们股票和债券的投资总额不一样而已。我们搭建的是像仓库那样简单的房子：一个仓库放股票，另外一个仓库放债券。一旦准备构建投资组合，我们就应该通过确定每个组合里的资产数量控制投资组合的风险与收益。

投资组合设计最基本的原则是，一旦你确定了投资组合中合理有效的股票资产应该是多少，那么，不管是最安全的投资组合（全是债券），还是风险最高的投资组合（全是股票），你都应该坚持开始设定的股票分配。你需要做的所有让风险 / 收益规模变大或变小事情，就是从总体上调整股票 / 债券比。

回忆一下我们在第 2 章讲的内容，长期股票的收益率并不会比债券收益率高出许多。在这样的环境下，我们发现，持有纯股票的投资组合并不是明智的选择，80% 的股票在当下来看应该是股票比重的上限额度。即便是眼界开阔的乐观主义者詹姆斯·格拉斯曼和凯文·哈塞特——《道琼斯 36 000》一书的作者，也承认他们可能是错误的，并在同时建议持有 20% 的债券。

我们将会通过四位不同的投资者来进一步解释这些原则，这四位投资者分别是：应税的特德（Ted），避税的山姆（Sam），中间的艾达（Ida）和年轻的伊冯娜（Yvonne）。

应税的特德

特德的生活并没有太多的乐趣。由于接受的教育比较少，所以他不得不通过夜校进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修来获得电子工程师的学位。毕业后，他很快就厌烦了在飞机修理厂的第一份工作，自己出来单干，创办了一家专门生产便携式电话零件的公司。他的职业生涯受到各种连续不断的打击：每周工作 80 小时带来的体力下降、不停的出差、工资太低和离婚。在经过 23 年的波折之后，他毫不犹豫地接受了一家比较大的竞争者开出的 7 位数的收购价格，离开了他奋斗多年的行业。

特德现在拥有了一大笔现金财富，他完全不用为生计发愁，直到他决定再去做点其他的什么事情。他从来没有时间和金钱来建立养老金计划，甚至连 IRA 都没有。那特德现在又应该怎么办呢？

从股票分配的角度来看，特德受到的限制很多。他意识到只有三种资产类别可供他选择：美国总体市场 / 大市值股票、美国小市值股票和国外大市值股票，以及开一个可变年金账户（Varieable annuity，简称 VA），投资不动产投资信托。

在前面几章的介绍中，我对这些投资产品并没有什么赞美之词，但是，在这里情况可能有些例外。先锋公司提供的可变年金成本很低，REIT 也是为数不多值得投资的领域。这使得特德可以在他投资组合中持有 REIT 而不用为庞大的股利分配缴税，因为这些可以通过年金账户避税。除非特德在很久之后从基金中赎回，否则都不需要缴税。

这个方案的不足之处就在于，要缴纳 0.37% 的保险费用，而且在 59 岁之前不能够自由地从基金中赎回，否则就要接受相应的惩罚（同样，账户规模低于 25 000 美元就要支付 25 美元的年费，使得投资金额在 10 000 美元以下时，投资 VA 变得不经济）。因此，特德的股票分配应该是下面罗列的那样：

- 40% 的先锋总体股票市场基金；
- 20% 的先锋应税管理型小市值基金；
- 25% 的先锋应税管理型国际基金；
- 15% 的先锋不动产投资信托（VA）。

特德来自加利福尼亚，他准备将他的债券投资组合分为四块。1/4 用来购买五年期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“梯形政府债券”。他将这部分资金平均购买一年期、两年期、三年期、四年期和五年期的政府国债。当每一期债券到期时，他又通过拍卖的方式将钱投入到新一轮五年期债券上（最开始的时候，两年期和五年期债券通过拍卖的方式购买，其他期限的债券则是在二级市场上购买的）。剩余 3/4 的债券投资，则放在先锋短期公司债券、有条件税收减免债券和加利福尼亚中期税收减免基金上。

加利福尼亚基金能够吸引他的原因，就在于该基金收益率比较高，还能够获得州税收减免。不过，他也意识到某一州也可能经常发生信用级别下调以及违约事件（比如，最近由于电力紧张，加利福尼亚就经常发生这种事情），他希望自己的风险能够再降低些。同时，加利福尼亚基金的期限也比较长，这使得风险变得更高。于是，他的债券投资组合如下面所列：

- 25% 的梯形政府债券；
- 25% 的先锋短期公司债券；
- 25% 的先锋有条件税收减免债券；
- 25% 的加利福尼亚中期税收减免基金。

请注意特德没有准备独立的“应急基金”，因为他可以在很短的时间里通过出售债券获得资金。一旦特德的股票和债券分配是有效的，那么这两者的混合就可以在所有风险范围内，构建出不同的投资组合。这在表 13—6 中有比较清楚地演示，注意所有的投资组合，从 100% 的股票到 100% 的债券，大市值、小市值、国外和不动产投资信托的比例始终是 8:4:5:3。

现在特德要做的事情，就是从总体上界定股票债券的比重。首先，他需要看一看图 4—1 到图 4—5。为了更好地进行分析，他画了一个表，根据自己对风险的承受能力进行股票的分配。在表 13—7 中，可以很清楚地看到这一过程。好好研究一下该表，要注意，这只是一个开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—6 “应税的特德”的投资组合

单位：%

股票 / 债券之比	100/0	90/10	80/20	70/30	60/40	50/50	40/60	30/70	20/80	10/90	0/100
先锋美国总股票股票市场指数基金	40	36	32	28	24	20	16	12	8	4	—
先锋应税小市值基金	20	18	16	14	12	10	8	6	4	2	—
先锋应税国际基金	25	22.5	20	17.5	15	12.5	10	7.5	5	2.5	—
先锋 REIT	15	13.5	12	10.5	9	7.5	6	4.5	3	1.5	—
梯形国债	—	2.5	5	7.5	10	12.5	15	17.5	20	22.5	25
先锋短期公司债券基金	—	2.5	5	7.5	10	12.5	15	17.5	20	22.5	25
先锋限期免税债券基金	—	2.5	5	7.5	10	12.5	15	17.5	20	22.5	25
先锋加利福尼亚中期免税债券基金	—	2.5	5	7.5	10	12.5	15	17.5	20	22.5	25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—7　股票和债券的分配　单位：%

为了获得更高的收益，我能承担的投资组合损失是 __	投资组合中股票的权重
35	80
30	70
25	60
20	50
15	40
10	30
5	20
0	10

新进者最常见的错误，就是过分高估了自己的风险承受能力，一旦股票损失超过了预期的范围，就会让他永远不想再投资股票。当感到疑惑的时候，不妨通过降低你投资组合中股票的权重，来调低你投资组合面临的风险。

考虑到我们对未来股票收益率和债券收益率的估算差别很小，所以，不管你有多激进或者风险承受能力多强，股票权重超过 80% 都没有什么意义。

避税的山姆

山姆是一位生活在中西部城市的、受人尊重的注册会计师。他与妻子一起生活了 25 年时间，并且有了 4 个孩子。作为一名聪明又非常有纪律性的税务职业人士，他尽可能地让大量收入延迟进入他的养老金计划。他最大的孩子刚开始上大学，他准备在他最小的孩子完成大学教育时退休。

他知道，到那个时候，他已经支付了最后的学费账单，他主要持有中期美国政府债券的应税储蓄账户不会再使用了。所以，在他准备退休时，他决定将退休资产滚入个人退休账户。

与特德相比，山姆在选择资产类别方面，拥有比较大的自由度，因为他可以投资任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何他想投资的资产而不用考虑税收后果。以股票为例，他就可以购买那些特德不敢购买的股票：价值型股票和贵金属股票。

此外，他还可以积极地对自己投资组合中的国外资产与国内资产进行动态调整，我们将会在下一章讨论这个既可以增加投资组合收益，又可以降低投资组合风险的过程。因此，与只能笼统地持有国外市场股票相比，他还可以根据不同的地区进行调整。他可以最大化债券投资组合的收益，又不用担心税收问题（除非他提取现金）。

对于山姆来说，合理的股票分配如下所列：

- 20% 的先锋 500 指数基金；
- 25% 的先锋价值型指数基金；
- 5% 的先锋小市值指数基金；
- 15% 的先锋小市值价值型指数基金；
- 10% 的先锋 REIT 指数基金；
- 3% 的先锋贵金属基金；
- 5% 的先锋欧洲股票指数基金；
- 5% 的先锋太平洋股票指数基金；
- 5% 的先锋新兴股票市场指数基金；
- 7% 的先锋国际价值型基金。

我们注意到山姆在他的养老金 /IRA 账户中持有不动产投资信托。像特德那样，他没有必要担心可变年金账户的费用和麻烦。

对于山姆投资组合中的债券部分，他可以运用各种他感兴趣的债券工具。在最初的债券投资中，他决定用 60% 的资产购买先锋短期公司债券基金，因为该基金的收益率相对比较高。由于有点担心通货膨胀，他将剩下的 40% 资产投资到长期的财政部通货膨胀保护债券（TIPS）——2032 年到期的债券上。表 13—8 向我们展示了山姆从 100% 的股票到 100% 的债券的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—8　避税山姆的股票 / 债券组合　单位：%

股票 / 债券之比	100/0	90/10	80/20	70/30	60/40	50/50	40/60	30/70	20/80	10/90	0/100
先锋500指数基金	20	18	16	14	12	10	8	6	4	2	—
先锋价值型股票基金	25	22.5	20	17.5	15	12.5	10	7.5	5	2.5	—
先锋小市值指数基金	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5	—
先锋小盘股价值型指数基金	15	13.5	12	10.5	9	7.5	6	4.5	3	1.5	—
先锋REIT指数基金	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	—
先锋贵金属基金	3	2.7	2.4	2.1	1.8	1.5	1.2	0.9	0.6	0.3	—
先锋欧洲股票指数基金	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5	—
先锋太平洋股票指数基金	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5	—
先锋新兴股票市场指数基金	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5	—
先锋国际价值型股票基金	7	6.3	5.6	4.9	4.2	3.5	2.8	2.1	1.4	0.7	—
先锋短期公司债券基金	—	6	12	18	24	30	36	41	48	54	60
TIPS（2032年到期的债券）	—	4	8	12	16	20	24	28	32	36	40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们发现山姆也没有应急基金，因为他已经超过了 59 岁，他可以动用退休账户中的债券，而不会遭到任何惩罚。

中间的艾达

对我们来说，最难分析的案例就是处于中间的艾达。遗憾的是，艾达的丈夫在生病很长一段时间后刚刚去世了。不过，她的丈夫为 57 岁的她留下了价值 190 万美元的个人储蓄和保险，以及来自他公司的 10 万美元的养老金计划，艾达已经将这些钱转入了自己的个人退休账户。

艾达的情况跟前面特德和山姆都有所不同。在为她搭建"两座仓库"之前，我们必须首先为她确定股票债券的构成比例。这是因为她的股票债券构成比例，决定着她的投资组合中，应税账户和避税账户里分别可以有多大规模的股票资产。例如，如果艾达只将资产的 10% 投资到股票上，那么在投资组合的避税（退休）账户里，她就可以购买任意的股票资产。如果她将所有的钱都投资在股票上，那么，她只能将避税账户里 10% 的资产投资到那些无税收效率的资产类别上：价值型股票、黄金股票和不动产投资信托。

所以，在分别构建股票和债券投资组合之前，艾达首先要确定股票和债券投资的构成比例。假设选择的比例是 50 : 50，她可以充分利用投资组合中避税账户 10% 的好处，用这些资产购买价值型股票，而这些股票在她的应税账户中是没法购买的。因为她希望投资不动产投资信托，所以她很不情愿地开通了 VA 账户来做这方面的投资。由于她的债券投资部分是应税的，所以看上去跟泰德的情况很相似。为了减少不必要的争论，我们假设她生活在克利夫兰地区（Cleveland）。她的投资组合如下所列：

- 15% 的先锋税收管理型增长与收入基金；
- 5% 的先锋价值型指数基金（IRA）；
- 7.5% 的先锋税收管理型小市值基金；
- 5% 的先锋小市值价值型指数基金（IRA）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 12.5% 的先锋税收管理型国际基金；
- 5% 的先锋不动产投资信托（VA）；
- 12.5% 的梯形政府债券；
- 12.5% 的先锋短期公司债券基金；
- 12.5% 的先锋有限税收减免基金；
- 12.5% 的先锋俄亥俄州长期税收减免基金。

艾达承认，这个投资组合并不是她最理想的组合。这个组合里并没有体现她喜欢的价值型股票，不过，在她投资组合的避税账户部分，并没有太多的空间可供她选择。她对俄亥俄州市政债券比较长的久期（6 年）也不是很满意。不幸的是，这是俄亥俄州唯一可供选择的、价格合理的基金。

不管是艾达还是特德，都向我们展示了这样的案例：现实生活中的投资者由于税收结构方面的限制，不得不对自己的投资组合采取折中的办法。特德不能够全部持有价值型股票，而不管是特德还是艾达，都没有能力享受将国外股票分散到不同地区进行投资带来的超额收益。

有很多案例正好处于特德和山姆之间，艾达正好就是其中的一例。让我们好好研究下表 13—8 中山姆的投资组合。当持有 100% 的股票时，60% 的资产类别是无税收效率的资产（美国大盘、小盘价值型股票，国际价值型股票，不动产投资信托和贵金属）。如果某位投资者决定将 50% 的资产投资到股票上，他投资的股票又正好是这些无税收效率的资产，那么他至少可以将 30% 的资产投资到避税资产类别上。即使在这种情况下，这位投资者还可以选择 10% 的现金避税资产。避税资产总共达到了 40%，这使得他在总体市场环境处于下跌时，可以拿出更多的资金来购买股票。

年轻的伊冯娜

所有投资中最难处理的麻烦，是年轻人面对的挑战。他们不仅要面对不可能为退休而储蓄的大难题，还要面对投资金额数量少的特别困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前，伊冯娜自己名下没有一分钱。她 26 岁，有几个男朋友围着她转，刚开始以地区助理律师的身份开展工作。十几岁的时候，她父亲离家出走，留下她母亲和双胞胎的兄妹，过着绝望的窘迫生活。

她工作很努力，还赢得了奖学金，加上生活过的比较简朴，凭借坚强的毅力，她最终在夜校获得了法律学位，并且通过了相应的资格考试。尽管时间比较漫长，但是她相信曙光就在眼前。她已经有了一套单身公寓，和一份新工作带来的健康保险计划，在她自己看来，现在的可支配收入已经很不错了。在她支付了房租、食物账单、煤气费和 1985 年出厂的卡罗拉汽车的保险之后，再扣除偶尔晚上跟朋友出去聚会的花费，每年她结余下来可以用于投资的钱，大约有 4 000 美元。

伊冯娜已经经历过很多苦难的岁月。跟她的朋友不一样，她不需要别人来告诉她，在年轻的时候就应该为退休和那些没有收入来源的日子储蓄。毫无疑问，她也很想去夏威夷度假，或者换一辆新车，不过，财务安全才是她排在首位需要考虑的事情。

伊冯娜的母亲在一家银行的信托部门工作，她反复地教育伊冯娜，首先应该将一部分钱为退休和应急账户储蓄下来。伊冯娜的雇主没有为她提供退休计划，这带来了一个好处，那就是伊冯娜决定自己设立单独的个人退休账户。那她该如何投资呢？由于她的投资组合希望能够很好地避税，所以她倾向于从表 13—8 中借鉴山姆的资产安排。她选择的是 60/40 那一个组合，并根据应税应急基金调整了债券部分的构成：

- 12% 的先锋 500 指数基金；
- 15% 的先锋价值型指数基金；
- 3% 的消费小市值指数基金；
- 9% 的先锋小市值价值型指数基金；
- 6% 的先锋不动产投资信托基金；
- 1.8% 的先锋贵金属基金；
- 3% 的先锋欧洲指数基金；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 3% 的先锋太平洋指数基金；
- 3% 的先锋新兴市场指数基金；
- 4.2% 的先锋国际价值型基金；
- 40% 的现金和债券。

然而，在最开始的时候，伊冯娜不能够像山姆那样，持有这么复杂的投资组合，因为个人退休账户的股票型基金，最低投资额都在 1 000 美元以上。而且，先锋公司为 IRA 提供的每只基金都要收取 10 美元的费用，不过，当资产总额超过 50 000 美元，或者单个基金的投资规模超过 5 000 美元的时候，这些费用都是免收的。

研究一下其他的基金家族，伊冯娜发现从理论上讲，她可以通过施瓦布基金公司构建指数型退休基金投资组合，每只基金的最低额度只需 500 美元，但是，当她发现小额账户的每个季度费用高达 40 美元时，她震惊了。尽管富达基金公司没有收取这方面的费用，但是她发现富达基金公司可供选择的基金数量又太少。

很明显，这需要在分散化和成本支出之间进行平衡。伊冯娜希望拥有上面提到的各种资产类别，但是又不愿意为拥有大量小额基金账户每年支付 1% 的额外费用。更糟糕的是，她需要等上很多年的时间，才有可能储蓄足够多的钱，来满足上面所列基金最低 1 000 美元的购买标准。正是因为这一原因，对于年轻人来说，建立退休账户是一个相当棘手的难题。

从理论上讲，伊冯娜可以通过购买一只“资产分配基金”，实现投资各种各样不同类别资产的目标，但是在我看来，这些投资工具并没有提供充分的分散化，而且业绩表现还很糟糕。更好的办法，是从第一天起就运用正确的、基于资产分类的指数化方法进行投资。

我们将会详细说明伊冯娜是如何进行投资的。她储蓄账户里面的钱，首先应该投到应急货币市场账户。这是一个应税账户，如果需要这笔钱，她无需承担提前提取带来的惩罚。先锋初级货币市场储蓄基金是任何货币市场基金中，费率水平最低的基金，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它有 3 000 美元最低额度限制。

在很多情况下，基金家族为了让自己的基金产品有吸引力，都会让他们的货币市场基金不收取任何费用，通过较高的收益率来吸引更多的资金来源。不要为这些基金动心，因为这些费用最终还是会被收取的（只不过换了一种形式），真实的收益率还是会下降。因此，储蓄账户中最开始的钱都应该投到应急货币基金中。

最开始的储蓄账户中剩下的 1 000 美元，可以购买 IRA 中的一只基金。从逻辑上看，应该选择先锋 500 指数型基金。因此，她最初的资产分配目标应该分为两大类：应税现金资产和避税的标准普尔 500 指数基金。

每过去一年，她都计划将尽可能多的钱投入个人退休账户，将其他剩余的钱投入个人应税货币基金以备不时之需。由于 2001 年的《税收减免协调法案》（*Tax Relief Reconciliation Act*），她投入到个人退休账户的金额可以从 2002 年的 3 000 美元增加到 2008 年的 5 000 美元。

那她什么时候可以开始在其他类别的资产上进行分散化投资呢？前面我已经提到过，在分散化和费用之间进行权衡选择，每一个资产类别都为她提供了额外的多样化选择，但是如果基金账户规模小于 5 000 美元，这样做会让她基金账户的费用每年增加 10 美元（账户规模低于 10 000 美元需要增加额外的 10 美元指数基金费用）。

有很多方法可以解决这个难题，但是，最合理的折中方法应该是每增加 5 000 美元投资，就多购买一只基金。这样最终带来的额外费用只有 0.2%，花这么低的成本换来多样化投资还是值得的。我建议按照下面的顺序依次增加资产 / 基金：

- 0 ~5 000 美元：从先锋 500 指数基金开始；
- 5 000 ~10 000 美元：增加先锋总体国际基金；
- 10 000 ~15 000 美元：增加先锋不动产投资信托指数基金；
- 15 000~20 000 美元：增加先锋小市值价值型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请注意，我们并不是每只基金都增加 5 000 美元。在伊冯娜的资产分配中，要求国外股权（所有的四大国际基金总和）占总资产 13.2%，不动产投资信托占 6%。因此，二次增加的 5 000 美元，只有 1 500 美元增加到总体国际基金中。其他的 3 500 美元分别增加到先锋 500 指数基金和货币市场基金中。当资产增加的规模达到 15 000 美元时，只有 1 000 美元的资产被投入到不动产投资信托基金中。

渐渐地，伊冯娜她还准备增加一些价值型基金、小市值基金和贵金属基金。然而，在最开始的时候，她首先应该考虑的，是投资组合债券部分的应税应急货币市场账户。当她发现自己的应急货币账户已经有了足够的钱时（比如 10 000 美元），她就会考虑增加短期公司债券基金和 TIPS 基金，在她退休账户中维持最初设定的股票 / 债券比例目标。

当规模达到 50 000 美元时，她将会把总体国际基金分为太平洋地区、欧洲地区、新兴市场地区和国际价值型基金，让她的退休账户基金构成看上去像之前所列的那样。这个过程是很复杂的，为了更好地加以说明，在表 13—9 中，我将实际操作过程中，随着账户规模的不断扩大，可能出现的情况全部罗列了出来。资金规模每增加 5 000 美元，投资组合中就增加一只基金，所增加的基金按照从左到右的顺序排列。

将投资技巧传给你的孩子

对于年轻人来说，投资的首要目标不是简单地管理各种类型的资产，而是理财教育。向年轻人灌输各种理财意识已经超出了本书的范围，但事实确实是这样，我们越早将处理金融风险和损失的方法传授给孩子，效果就越明显。你的孩子越早熟悉风险 / 收益之间的关系以及分散化投资的好处，他在处理财务损失、防范金融风险方面就会做得越成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13—9　“年轻的伊冯娜”投资路径：先锋基金　单位：美元

总资产	应税账户	500 指数基金	全球指数基金	REIT 指数基金	小价值指数基金	价值型指数基金	小盘指数基金	短期合作基金	教育基金	欧洲地区指数基金	太平洋地区指数基金	新兴市场指数基金	国际价值基金	通货膨胀保护精选基金
5 000	3 000	2 000												
10 000	4 000	4 500	1 500											
15 000	6 000	6 000	2 000	1 000										
20 000	8 000	6 500	2 500	1 500	1 500									
25 000	10 000	3 500	3 000	2 000	2 000	4 500								
30 000	10 000	4 000	3 500	2 000	2 500	5 000	1 000	2 000						
35 000	10 000	4 100	4 600	2 100	3 100	5 100	1 000	4 000	1 000					
40 000	10 000	4 800	5 000	2 400	3 600	6 000	1 200	6 000	1 000					
45 000	10 000	5 400	5 800	2 700	4 000	6 750	1 350	8 000	1 000					
50 000	10 000	6 000	***	3 000	4 400	7 500	1 500	10 000	1 000	1 500	1 500	1 500	2 100	
55 000	10 000	6 600	***	3 300	4 950	8 240	1 650	12 000	1 000	1 650	1 650	1 650	2 310	
60 000	10 000	7 200	***	3 600	5 400	9 000	1 800	12 000	1 080	1 800	1 800	1 800	2 520	2 000
65 000	10 000	7 800	***	3 900	5 850	9 750	1 950	14 000	1 170	1 950	1 950	1 950	2 730	2 000
70 000	10 000	8 400	***	4 200	6 300	10 500	2 100	14 000	1 260	2 100	2 100	2 100	2 940	4 000
75 000	10 000	9 000	***	4 500	6 750	11 250	2 250	15 000	1 350	2 250	2 250	2 250	3 150	5 000
80 000	10 000	9 600	***	4 800	7 200	12 000	2 400	16 000	1 440	2 400	2 400	2 400	3 360	6 000
85 000	10 000	10 200	***	5 100	7 650	12 750	2 550	17 000	1 530	2 550	2 550	2 550	3 570	7 000
90 000	10 000	10 800	***	5 400	8 100	13 500	2 700	18 000	1 620	2 700	2 700	2 700	3 780	8 000
95 000	10 000	11 400	***	4 700	8 550	14 250	2 850	19 000	1 710	2 850	2 850	2 850	3 990	9000
100 000	10 000	12 000	***	6 000	9 000	15 000	3 000	20 000	1 800	3 000	3 000	3 000	4 200	10 000

注：** 当投资组合规模达到 25 000 美元时，将大约 3 000 美元从 500 指数基金转投到价值型指数基金。

*** 当投资组合规模达到 50 000 美元时，总体国际指数基金可以分为国际价值型基金、欧洲地区基金、太平洋地区基金和新兴市场地区基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我建议在他们 10 岁的时候，就帮助他们用自己的名字建立一个小型的投资组合，里面只有 2~3 种类型的资产，比如货币市场基金。等他们长大了，让他们学习如何通过邮件正确地查询和管理相关的报表，教他们如何追踪每只基金的价值变化。每个季度，大家围坐在一起，开一个“投资会议”，讨论每个账号的表现情况。他们这么做的奖励就是（如果有可能的话），在每年的 12 月 31 日，将股票和货币市场基金的一半分红分给他们，并将剩余的部分继续投资。

最有价值的投资教育来自市场下跌的时候，他们账面上的损失可能是他们几个月甚至是几年的盈利。这些阶段传递的信息就像下面的文字表达的那样温和与中肯：

> 只要是整个股票市场的兴衰更替，使得你股票账户上的钱发生了巨大的亏损，那就没什么大不了。当这一切来到的时候，不要害怕，也不要感觉有多难过。这是你获得股票长期投资收益必不可少的代价。事实上，一位非常著名的投资者曾经说过这样的话：投资者的职责就是亏钱（不要告诉你的孩子，这个人就是凯恩斯）。

要在你的孩子们很小的时候，就将这些价值连城的经验告诉他们，你这样做就是在以最佳的方式让他们成为合格的投资者。在这个过程中，你自己也会有不少收获。

从来没有一劳永逸

特德、山姆、艾达和伊冯娜，都只是虚构的案例。在具体的资产分配过程中，如果按照别人的模型去套是肯定要犯错误的——上面提到的几种投资组合只是为了抛砖引玉。还有很多方面的原因，可能会让你对上面提到的建议进行修正。

- 你个人的资产类别偏好。贵金属权益资产类别是这方面的典型代表。很多投资者特别害怕通货膨胀，在他们的投资组合中加入这类“硬资产”，会让他们感到很放心。其他人则认为，持有这种收益率低而流动性高的资产，是很笨的做法。还有一部分人发现，为了获得最大化的收益率而动态调整资产组合，即低买高卖，对操作纪律性的要求很高，不是每个人都拥有这方面的能力，这在情感上是很难做到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 新兴市场投资，是另外一个常见的难题。有些投资者并不喜欢投资那些风险比较高的国家的股票，或者那些投资者保护工作没有发达国家做得好的国家的股票，尽管他们知道在这些市场上，承担高风险会带来比较高的收益率。尽管你不会让你的情感直接决定你的资产分配，但个人偏好是你资产类别结构分配中的一个很重要的组成部分。
- 你对“追踪误差”的忍受能力。我要再次提及门肯（Mencken）对于富人的定义，他认为，富人就是比他妻子的弟弟挣钱多的那个人，这与投资组合的表现道理相同。不论是否喜欢它，你都会情不自禁地将自己的投资组合收益，与市场的收益进行比较，很多投资者都将标准普尔 500 指数收益认同为市场的收益。1995—1999 年的这段时间，这一指数的业绩表现比其他类别的资产都好，为我们提供了一个强有力的参照标准。正如前面提到的那样，不管我们是否需要，分散化投资都是有效的。在这 5 年时间里，充分分散化投资的投资者会感到特别痛苦，因为他的投资组合收益率要远远落后他的家人、朋友和邻居们取得的收益率。如果这样的追踪误差没有激怒你，那么无论如何，不要再理分散化了。
- 不过，现实情况却是很多投资者发现标准普尔 500 指数的收益，在 3~4 年的时间里比自己的投资组合要好时，心里会很不舒服，尽管从长期收益率来看，他的股票投资组合收益率要高于这一参照基准。正如资产配置大师罗杰·吉布森（Roger Gibson）的客户所说的那样：“我宁愿选择这样的低级策略：我的朋友们赚钱时我也赚钱，我的朋友们赔钱时我也赔钱，而不愿选择另外的超级长期策略：经常是我的朋友们赚钱而我却在赔钱。”如果你的投资组合表现长期低于市场表现，比如时间超过 10 年，这肯定会让你感到很困惑。或许你应该将投资组合向标准普尔 500 指数靠近，与山姆、特德、艾达和伊冯娜相比，少持有些不动产投资信托、小盘股、价值型股票和国际股票。
- 不管是否知道，你都拥有价值不菲的“人力资本”，这些对你的投资组合很重要。最近流行的说法是，你可能拥有比较稳定的薪水、社会保险，或者固定的养老金计划，这些都是可以资本化的，具体的相关内容我们在第 2 章有介绍。假设你是通用汽车公司的一名员工，在这种情况下，你在为一家“价值型公司”工作，在经济形势不好的时候，很容易遭受损失，就好像价值型股票在经济形势不好时很容易下跌那样。如果你的投资组合中持有大量价值型股票，那可不是一件好事情，在严重的经济危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机到来时，你可能既丢失了工作又遭受严重的股票损失。

- 同样的，如果你在高科技公司工作，在投资组合中持有太多的成长型股票，可能也是一个比较愚蠢的做法。这就是很多公司员工们所犯的最常见的错误：在他们个人和退休投资组合中持有自己公司的股票，就像最近发生的安然公司危机那样。如果公司陷入麻烦，你一无所有的概率还是非常高的。
- 还有那些本来应该持有价值型股票的群体，他们是"反周期"行业公司的员工。经济形势不好时，这些行业反而还不错，比如食品和药品公司。最顶级的反周期行业，应该是典当和回购行业，经济崩溃的时候，他们却非常繁荣。如果你正好在这些行业工作，如果你愿意，倒是可以持有价值型公司股票。
- 如果你被解雇了，但是很幸运地拥有了一份常规的固定养老金，从根本上讲，你拥有的是你前雇主发行的债券。如果你的前雇主是政府，你可以以比较低的利率水平（比如 6%），对这些钱进行资本化（也就是贴现）。因此，如果你非常年轻，实际上你拥有了一个永续年金，就像是永远只会支付利息的永久债券。如果你每年获得的款项是 30 000 美元，这与你持有面额为 30 000 ÷ 0.06=500 000 美元的债券是一回事。
- 如果你年纪比较大，那么固定养老金的价值就会相应地降低不少。你的社会保险也可以按照相同的方式进行资本化。如果你的养老金来自王牌赌场，我会以更高的利率水平：12%，对它进行资本化，那它的现值就只有 250 000 美元（30 000 ÷ 0.12= 250 000）。在任何情况下，通过养老金和社会保险账户增加你持有的股票数量，来反映你有效持有的"债券"数量都不是一个坏主意。

永远都不要忘记，20 年期限的股票收益率可能会是零。我们是从长期的角度来设计投资组合，而不是为了应急、教育或买房子而构建它的。这不是说，值得信赖的投资组合没有考虑这方面的支出，而是说，这些支出并不是我们构建投资组合的首要目标。很明显，如果你将所有净资产的 40% 投资到债券（只要应急基金在应税账户中，就足够应对意外事故了），或者只要应税账户中有足够的债券，应对房子分期付款也没有问题。

尽管资产配置的核心原则，是将你的投资组合当作一个整体看待，偶尔退回到投资顾问们所说的"两个桶模型"，在心理上会感到比较满足。在经济形势不好的时候，将你的债券投资组合作为日常生活支出的来源，而在经济形势很好的时候，将股票投资组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合作为重要的支撑。

不管你选择什么样的投资组合，要经常回头看看。在分配资产的时候，你多么希望所做的选择是正确的，购买的都是表现最佳的资产。然而，没有人能够预知未来，你只能根据环境的变化做进一步的调整。通过指数化和分散化，你放弃了与你的邻居和乡村俱乐部的那帮穷人们吹牛的机会。不过，你也在最大程度上降低了让你和你所爱的人变穷的概率。

THE FOUR PILLARS OF
投资金律
INVESTING

1. 你应该持有的最主要的股票资产类别，是国内的、国外的和不动产投资信托。你还可以进一步将国内市场分为四大块：大盘价值型、小盘价值型、大盘成长型和小盘成长型。
2. 你总体的股票/债券分配决定于你的市场跨度、风险承受能力和税收结构。从未来很长一段时间来看，股票和债券的收益率可能差别很小，不管你认为自己的风险承受能力有多强，你至少应该持有20%的债券。
3. 你持有的股票和债券资产类别，主要受制于避税资产在你投资组合中所占的比重。
4. 最容易设计的资产结构，是在你的投资组合中，避税资产权重超过一半。
5. 如果你投资组合中的避税资产少于50%，你可以用价值型股票和不动产投资信托来替代它们。如果还有足够的空间，你可以将国外资产分为不同的地区（欧洲、太平洋和新兴市场）进行投资，这样可以获得更多的收益。
6. 在资产配置过程中，你应该将社会保险和固定养老金支付款项的现值考虑进去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14 已经开始，继续前进

打个比方说吧，你现在是一位建筑工程师。目前为止，你已经完成一系列工作设计图（你的资产配置），也选好了建筑材料（共同基金和政府债券），你会以怎样的次序开始这项工程呢?

大体上说，你的状况可以分为两类：

- 你是市场上一位初出茅庐的投资新手，只拥有少量的股票资产。
- 你对市场的起落驾轻就熟。因为你了解市场及自己的风险偏好，你预设的股票债券配置，应该大致与你目前整体的股票债券组合一样。你要做的，就是将其转换成指数化的投资计划。

假如你属于第二类，那么你的任务相对简单。倘若你的股票和基金没有带来丰厚的回报，你要做的就是将他们全部卖出，而且如果可能，当天就买入所有新的股票指数基金、债券基金及国债。如果你打算用交易所交易基金，并且这项费用不高，你可以通过现有的经纪账户实现。

假如你准备购买先锋基金公司、富达公司、或者施瓦布公司的指数型基金，那么事情就稍显复杂。倘若你处于空仓，那么我会建议转移所有的股票和债券到经纪账户，以便在卖出自己股票和债券的同时，建立新基金仓位。如果可以，尽可能地维持足够现金缓冲，避免销售清算延迟带来的困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你有个人共同基金账户，事情就会变得更复杂。根据你当前的状态，你能够用存储新基金账户的支票特权，把股票和债券基金份额转至货币基金市场账户。较为理想情况是，你已经在先锋、富达、或者施瓦布设立账户，所以能直接存储支票。转移你原先所有的基金份额到经纪账户，可能更为便捷。转入后接着卖出他们，在绝大多数情况下，都会产生佣金。

假如你持有大额已显著升值的股票和共同基金，转换成我们已经讲过的基于资产分类的指数化法，可带来巨大的资本利得，然而这可能不值得，尤其是当你的股票投资组合已足够分散化的时候。这是个很伤脑筋的问题，如果你身陷窘境，雇佣会计师或税务律师将会物有所值。

习惯着眼于长远

本章最开始的介绍，主要针对的是第一种类型的投资者：低股市敞口的投资新手。从纯粹的理财视角看，将你的资产投入基金，往往是比较好的选择。不过，如果你不习惯持有风险资产，那么这就有点像为锻炼身体去跑马拉松，训练第一天就试着跑 41 千米可不是什么好主意。同样的，你需要一段时间适应市场的起起落落。假如你原来的股票配置较少，而我们上述讲到的配置过程，要求你的股票配置显著增多，那么这个过程最好是逐步完成的，可能需要几年时间。

一旦完成股票配置目标，你就会面临第二个问题：投资组合调整。在正常情况下，资本市场的不同类别资产有不同的收益率（有时会呈现显著性差异），你的资产组合构成会与最初设想的百分比差别很大。因此，就有必要买进更多下跌的资产，同时卖出那些上涨的资产（换句话说，调整资产构成），保持原有的构成比例。你需要花些时间说服自己，动态调整资产长期来看是个好主意，尤其当你在长期熊市时把大量现金投资在一个、几个或者所有资产上。

从传统的角度来看，投资者习惯用平均资本成本（dollar cost averaging，简称 DCA）累积股票份额，来实现他们目标。这就涉及在给定的基金或者股票上，定期投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资等额资金。此方法具有多重优势：假设某只共同基金的价值，一年内在 5~15 美元波动，每月投资基金 100 美元，购买基金份额的价格可以是 5 美元，10 美元或 15 美元。购买期间的基金平均价格为 10 美元，然而借助金融机制的魔力，用 DCA 可以给予你更低的均价。情况是这样的：我们以 5 美元 20 股，10 美元 10 股以及 15 美元 6.67 股买入总共 36.67 股。每股均价就是 8.18 美元（300÷36.67），而三次购买基金的平均价格是 10 美元。这是因为，我们在比较低的价位购买基金份额的数量，要多于在比较高的价位购买基金份额的数量。

DCA 是一个不错的技术，但是天下没有免费的午餐。以 5 美元购买 20 股需要极大勇气，因为你正处于约翰·邓普敦所说的“最悲观的时刻”。如果不是公众的情绪悲观到极点，证券的价格是不会跌到非常低的位置的。想象一下，如果在 1987 年 10 月买入股票，在 1991 年 1 月买入垃圾债券，亦或是在 1998 年 10 月购买新兴市场上的股票，你就会明白我的意思了。切莫低估这一成功运用 DCA 程序的准则，DCA 确实会招致风险：你整个买入期间可能处于大牛市，然而紧随而来的是价格长时间的回落。

这些就是股市投资的不确定性。要时刻牢记你会因承担风险而获得补偿，而在长期的牛市买进无疑是有风险的。假如你之前从未在熊市投资过，回想作家弗雷德·施韦德的警示，有些事情是不能单用文字和图片，向从未经历过的人解释清楚的。对大多数投资者而言，遭遇长期低迷的市场是一次与众不同的经历。你在熊市的最初经历，应该是拿少量资本进来玩玩。

还有更胜于 DCA 的方法，称为“平均价值方案”，迈克尔·埃德尔森（Michael Edleson）在同名图书中对此进行了描述。他的策略可以简化为下面的描述：你设计的平均价值方案，由每月等额累加的目标数额组成，比如 100 美元。你的目标是，在一月份账户有 100 美元，二月份有 200 美元，依此类推，到第一年年末累计至 1 200 美元，而第二年年末为 2 400 美元。在这种方案下，你不是简单地每月投资 100 美元。假如基金价值下跌，投入要高于 100 美元，以达到每月预期总值。假如基金升值，投入则少于 100 美元。倘若基金价值飙涨，有些月份可能无需投入一分钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果计划在三年内投资 3 600 美元，我们很有可能不会正好在第 36 个月完成 3 600 美元的投资。一般来说，如果市场上涨，可能就还需要 3 个月，6 个月或者 9 个月的时间去完成这项目。反之，如果市场是熊市，那么我们将会在 36 个月期限前耗尽储备金。为了展示它如何起作用，我们从特德 50/50 股票 / 债券比的应税配置开始（详见表 13—6）。假定特德有总值 100 万美元的投资组合，他最终决定持有 50/50 的组合：债券和股票分别有 50 万美元。至于他为什么没有马上投资所有的债券，没有任何原因。没错，如果在高点位置投资债券市场，那么他会蒙受损失，但是在投资组合中使用短期债券，即便是在熊市，也是影响相对比较小的事情。

将剩下的 50 万美元投资到股票市场。在表 14—1 中，我将他的四种股票资产在先锋公司建立了三年期的平均价值方案，此方案由定期投资的目标额构成。我以每种资产的基金最低值开始：所有均为 10 000 美元，只有总体市场指数基金最低值为 3 000 美元。

表 14—1　“应税特德”的平均价值方案（500 000 美元的股票配置）　单位：美元

	总体股票市场指数	税收管理型小市值	税收管理型国际	REIT（VA）
2003 年 1 月 1 日	3 000	10 000	10 000	10 000
2003 年 4 月 1 日	19 417	17 500	19 583	15 417
2003 年 7 月 1 日	35 833	25 000	29 167	20 833
2003 年 10 月 1 日	52 250	32 500	38 750	26 250
2004 年 1 月 1 日	68 667	40 000	48 333	31 667
2004 年 4 月 1 日	85 083	47 500	57 917	37 083
2004 年 7 月 1 日	101 500	55 000	67 500	42 500
2004 年 10 月 1 日	117 917	62 500	77 283	47 917
2005 年 1 月 1 日	134 333	70 000	86 667	53 333
2005 年 4 月 1 日	150 750	77 500	96 250	58 750
2005 年 7 月 1 日	167 167	85 000	105 833	64 167
2005 年 10 月 1 日	183 583	92 500	115 417	69 583
2006 年 1 月 1 日	200 000	100 000	125 000	75 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有几点需要提一下。这是埃德尔森方法的简化版，除了每季度按固定数额增加目标值，他又在方案中构建了进一步的增长点。为了容易理解，我没有这么做。

显而易见，平均价值方案不能运用于交易所交易基金，否则每笔交易都会产生一笔单独的费用。在以上的案例中，这样每年会花费特德几百美金。

季度性投资或者三年期的计划并没有什么神奇之处。埃德尔森教授特别推荐季度投资项目，但是你可以依据自己的喜好，对计划年限量体裁衣。我的建议是，基金的最低期限是 2~3 年；如果以史为鉴，这段时间你应该处于名副其实的熊市（或者至少是校正点）。这使你能够测试自己的决心，从较小的强制灌输，到最终说服自己调整资产的价值。

当市场开始走强时，还应该有几个月的时间，这段时间你的资产可能会超出方案的目标值。理论上，你应该卖出这些资产以降至目标值。但千万别这么做，尤其是应税账户，不然会带来不必要的资本收益。

依我之见，这是动态调整配置的最佳可行方法，但并非完美无缺。正如前面指出的那样，假如遇上全球性的熊市，你将早早地在三年期限之前资金告罄。假如股市飙涨，情况则正好相反。假如你将平均价值投入应税和避税账户（正如中间的艾达要做的那样），一段时间后，配置的两等份应税和避税账户很可能会失常。想一想艾达的投资组合，她组合中 10% 的资产被分成美国高价股和低价股这两大类进行避税。倘若这些资产在运用平均价值方案期间表现不佳，会发生什么呢？她会在这两种资产的预期目标实现前，就用光避税资金。

那样的话，她就不得不妥协，立刻停止或者继续投入更多的钱到相似表现的资产——应税账户的“大市值市场”和“小市值市场”基金上。倘若是相反的情况，问题就不会那么棘手。假如她仍然处于平均价值方案阶段，正在对这些资产建仓，那么只需等待数月时间，直到“价值方案”超出她的资产值，再继续投资。

作为投资策略，平均价值方案有诸多优势。首先，它强制投资者更多地在市场低点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是市场高点投资，这会带来更高的回报。其次，它给投资者带来在市场低迷并充斥着恐慌的时期投资的经历，这是一项非常有用的技能。平均价值方案与 DCA 很相似，除了一个关键的不同点：它强制在市场低位而不是市场高位，进行更多投资。你可以把平均价值方案看成是 DCA 和资产重组的结合（平均价值方案在相反的情况下也同样有效，假如你退休时正处于理财生命周期的分散化阶段，比起市场低位，你将会在市场高位卖出更多资产，从而进一步增加资产）。

玩长线

一旦安排好了资产配置，你要做的就是理财上的园艺工作：维持上一章你决定的配置策略。提个醒，从多个角度来说，这都是一项至关重要的工作。第一，它把资产风险控制在可承受范围内。第二，它赚取超额收益。第三，最重要的是，它把始终如一和坚忍不拔，潜移默化为成功投资的必备要素。

为了理解资产调整，让我们设想由两种风险资产组成的一个模型：资产 A 和资产 B。在特定的某一年中，每项资产只有两种回报率：收益 30% 或是亏损 10%，且各有 50% 的可能性。你可以通过掷硬币来模拟每项资产的回报，得到 +30% 和 −10% 收益率的次数各占一半。

这项“投资”每年的预期收益率是 8.17%。因为平均来说，你会获得每年 +30% 和每年 −10% 收益率：0.9×1.3 = 1.17，即两年期 17% 收益率。如果按年计算，你可以获得每年 8.17% 收益率（换句话说，第一年收益率为 +30%，第二年收益率为 −10% 的情形，与两年均为 8.17% 的收益率情形相同）。当然，就算投掷硬币上百万次，你也只能得到 8.17% 的“期望收益率”，因为掷出的正反面之比非常接近 50/50。

现在，想象你构建了一项 50%A 资产和 50%B 资产的投资组合（见表 14—2），你可能会面临四种情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14—2　　投资组合收益率　　单位：%

	第一年	第二年	第三年	第四年
A 资产	+30	+30	−10	−10
B 资产	+30	−10	+30	−10
50/50	**+30**	**+10**	**+10**	**−10**

第一年，我们投掷出两个正面，得到 30% 的收益率。第二年投掷出两个反面，组合收益率为- 10%。剩下两年时间得到一次正面一次反面，收益率就是 +30% 和- 10% 的平均值，即 +10%。四年期的期望收益就是 1.3×1.1×1.1×0.9=1.4157，年收益率就是 9.08%（那就是说，如果我们已得到四年期 9.08% 收益率，按上述顺序我们得到的最终财富是 1.4157）。

问题的关键是：我们仅用保持 50/50 资产构成比，就多获取将近 1% 的收益率（9.08% 对 8.17%）。来看第二年的情况。假如我们分配到资产 A 和资产 B 上的数额相等，到年末的时候，由于资产 A 的收益率比较高，我们可以拥有更多的资产 A。为了维持 50/50 的比例，我们要卖出部分资产 A，然后用这笔收入买进部分资产 B。通过这样的操作，明年资产 B 比资产 A 表现更好的话，我们便能获利。假如我们并未对资产进行调整，就只能获得每项资产 8.17% 的收益率。

然而，这还不是全部。相比两年 −10% 的收益率，通过持有单一资产，我们现在只用一年时间就可实现。**我们已经通过分散化降低了风险。**

这种计算法，我将它称为“双枚硬币投掷”模型，结合分散化和资产调整，分散化 / 资产调整的好处确实有点被夸大了。找到具有独立收益率的两项资产，如资产 A 和资产 B 是非常罕见的。这有一种“均值反转”的趋势，即低收益率紧随高收益率，反之亦然。不过，在一定程度上，所有分散化和调整的投资组合，都会从中获益。现实生活中的投资组合，调整股票组合后收益接近 0.5%，而不是案例中所说的将近 1%。

除了风险控制和额外收益，资产调整还有一种好处，那就是心理调节。为了在投资中能够无往不利，你必须低买高卖。做到这两项，尤其是前者，绝非易事。低位买进意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着较低收益的资产快速下跌，一般还会伴随着专家们的负面评论。高位抛售则正好相反，高收益的资产表现优于其他资产，这是未来的“大势所趋”，已经形成了共识。

资产调整迫使你低买高卖。许多年以后，在经历了多次资产调整周期之后，你会明白反其道而行之，是笔一本万利的买卖。考虑到你的“财务状态”，我指的是颠覆传统的智慧。在投资的时候，你不能总是热血沸腾，而是应该以坚强的意志执行你的投资纪律，不要感情用事。与物理状态一样，“财务状态”要求坚持连续不断的练习。周期性地调整你的投资组合，是让你始终保持状态的最佳方式。

另外一种方式也会让你做到这样，那就是调整会迫使你成为一个“背道而驰”的人：跟普通大众所做的事情完全相反。在金融领域做背道而驰的人，会让你比那些只会盲从大众的人更富有。

这一概念同时也向我们揭示了分散化投资组合的主要好处：“空手进行小赌博”的优势。在扑克游戏中，对点数大小不怎么关注的玩家有一定的优势，由于不关注点数，所以他比他的对手更加放松。如果你投资组合的分散化工作做得很好，事实上你就处于下了很多小赌注的游戏中，没有哪一个赌注会让你遭受严重的损失。当赌博失利，你身边的其他人都遭受惨败的时候，你也不会为那些投到赌局中的小赌注感到悲哀。这就是你在扑克游戏和投资活动中会赢的原因。

我们经常说，中小投资者与职业投资者相比，处于不公平的劣势地位，因为后者拥有更多的信息来源和交易能力。在单只股票买卖过程中，这可能是对的。在期货和期权的交易中，它的真实性可能会更高，因为与经纪公司和做市商相比，80%的中小投资者都在亏钱。但是，如果投资所有的资产类别，真实的情形却是中小投资者拥有优势。为什么这么说呢？主要有以下两个方面的原因。

首先，市场的突然下跌，对中小投资者的影响比较小，因为他们投资在任何一种类别的资产规模都比较小。在最近的一次债券机构投资者研讨会上，我猛烈地抨击了这一现象。与会的垃圾债券货币基金经理，很容易成为大家关注的焦点：他们所做的债券成交量很少，处于最醒目的位置。不仅垃圾债券的价格下跌厉害，基本上所有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券价格都跌得很厉害，市场环境是如此糟糕，他们甚至不知道自己投资组合里的债券价值是多少。要记住，机构投资领域都是非常专业的，垃圾债券也只有他们喜欢交易，我猜测他们中的许多人，最近都忙于应付他们的母亲询问老房子是否还在的电话。如果投资组合中只持有 2% 的垃圾债券，你甚至不会关注这方面的损失是多少。由于这些债券的价格本来就非常低，为什么不在这个时候进行调整，或者买入更多的债券呢？很多情况下，都是中小投资者在赌桌上用空手进行博弈。

中小投资者的第二个优势显得更加微妙：你只需要对自己的投资行为担忧。机构投资者却要始终考虑客户的情绪，客户可能会对他们买入这些表现差劲的资产感到愤怒。在这样的状态下，调整投资组合，买入那些表现差劲的资产，基本上是不可能完成的事情。一个经常被引用的，用来描述成功投资的比喻是这样说的：成功的投资就是从错误的道路转到唯一的道路上。仅仅依靠你自己的投资工具是很难实现的，如果你在管理罗尔罗斯基金，这更是不可能完成的任务，因为罗尔罗斯基金的所有者是隐藏在后面，每当遇到麻烦和可能出现冲突时，就出来大喊大叫的那群人。

让我们认真看看现实生活中的资产调整，是如何进行的吧。我们主要考虑在第 4 章中提到的四种资产类别 1998—2000 年的业绩表现情况，具体见表 14—3。

表 14—3　　1998—2000 年四种资产类别业绩表现情况　　单位：%

资产类别	1998	1999	2000
美国大盘股	28.58	21.04	-9.10
美国小盘股	-7.30	27.97	-3.60
国外股票	20.00	29.96	-14.17
不动产投资信托	-17.00	-2.57	31.04
四种资产所占比重相同的组合	**6.07**	**19.10**	**1.04**

假设我们投资到每种类别资产上的数量是相同的。在 1998 年的时候，美国大盘股和国外股票表现不错，美国小盘股和不动产投资信托表现比较差劲。因此，在那一年年末的时候，我们重新调整资产组合，让每种资产所占权重再次相同，这样就需要卖出部分美国大盘股和国外股票，然后买入更多的美国小盘股和不动产投资信托。正如你看到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的那样，这是一次很充分的调整。到 1999 年，小盘股的表现比上一年要好很多，但是不动产投资信托的表现却更加差劲。在 1999 年年末的时候，我们却不得不卖出部分表现最佳的美国小盘股和国外股票，继续买入不动产投资信托。动态调整的投资组合，三年的收益率是 8.48%。如果你在 1998 年和 1999 年都没有进行过调整，那么你的收益率只有 7.41%。①

这个简单的经历表明两点。第一，调整并不是一直都有效，很明显，在 1998 年年末的时候卖出部分国外股票就不是一个成功的做法。不过，在很多情况下，调整还是有作用的。第二，尽管它并不是一直都有效，但是它让人感觉很糟糕。在上面的案例中，你会发现，在最终收获耐心带来的回报前，我们必须忍受两年不动产投资信托的差劲表现。有时候，情况可能会更坏：贵金属股票的低收益持续时间超过 10 年，日本股票市场的表现更是在很长时间里都很差劲。

调整的频率应该是多少

调整的频率应该是多少，这个问题是投资领域中最棘手的问题。当你试图运用历史数据来回答这个问题时，你可能得到的答案是“2~5 年进行一次调整”，这还取决于你持有什么资产，以及你考察的时间范围是哪一段。所以，你需要非常认真地分析这些数据，因为理想的调整间隔，对你持有什么样的资产，以及你研究的年份是非常敏感的。

从我个人的角度来说，如果非要找一个合适的答案的话，我觉得 1~3 年可能是最佳

① 调整后的收益率很容易计算：计算每一年四种类型资产的平均收益率（如果权重不一样，那就计算加权后的收益率），然后将 3 年的收益率连乘再开根号算出年收益率水平，例如，1.060 7×1.191×1.010 4=1.276 5。$\sqrt[3]{1.2391}$=1.084 8。因此，年收益率为 8.48%。未调整的收益率计算起来比较复杂。在这里，你必须按照相同的方法计算 3 年后的四种资产的期末价值。对美国大盘股、小盘股、国外股票和不动产投资信托来说，它们的价值分别是 1.414 7, 1.143 6, 1.338 5 和 1.059 8。未调整的最终价值是这些数字的平均数（如果权重不一样，那就计算加权后的收益率），最后计算出来的结果是 1.239 1。$\sqrt[3]{1.2391}$=1.074 1。因此，未调整的年收益率就是 7.41%。未调整收益率的计算会带来一些麻烦。很多人的计算之所以出现错误，就是因为对年收益率进行了加权平均。这是不对的，而且这样计算出来的收益率总是会小于调整后的收益率。其他人则认为调整也有可能带来亏损，尽管这种情形很少发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的答案。如果市场真的非常有效,那么你就没有必要花时间和精力进行资产调整。毕竟，调整本身就是一场赌博，赌有些资产（那些过去表现差的）将会比其他资产（那些过去表现好的）有更高的收益率。研究表明，那些过去表现优异的资产在未来表现差劲，或者过去表现差劲的资产在未来表现优异（具体可以回顾我们在第 7 章中谈到的，本土股票五年期表现的调查），最有可能发生的时间大约是 2~3 年。事实上，每隔一年，甚至更短的时间，相反的情况反而是真的：表现优异的资产表现继续优异，表现差劲的资产表现继续差劲。

因此，你也没有必要经常调整。当回顾 20 世纪 90 年代美国股票市场和日本股票市场的表现时，你就会发现耐心等待是多么重要，当然这是最极端的个案。在这一时间段，美国股票市场基本一直处于上升过程，而日本股票市场基本一直处于下跌过程。你一直持有美国股票、未买入日本股票的时间越长，获得的收益就越高。

以上分析只适合避税状态，你无需考虑调整带来的税收效应。在我们上面所讲的案例中（美国大盘股、美国小盘股、国外股票和不动产投资信托各 1/4 的投资组合动态调整），每年我们需要完成的交易数额，占投资组合总规模的 6.5%。在应税账户中，调整收益会带来资本利得，降低你的税收收益率水平。尽管在早期，这并不会带来太多的资本利得税，但是时间越长，累积的基金价值越高，这方面的影响就越大。

平均有 50% 的基金的基金价值含有资本利得，因此每年有相当于投资组合总资产 3% 的资产，需要缴纳资本利得税。按照联邦 / 州的复合税率 25% 计算，每年这将会带来 0.75% 的损失，这部分损失会降低你的调整收益水平。你不得不以更高的成本来计算调整资产，不过，这仍然不大会让你调整后的收益出现下降的情况。因此，在应税账户中，你仅仅在那些强制基金分配（基金资本利得和分红）、现金流入（也就是价值增加了）和现金流出的情形下进行调整才有价值。

退休账户的调整

退休账户的平均价值 / 调整情形正好相反。跟前面的论述一样，避税账户比较容易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处理。由于卖出股票和债券的税收效果是一样的（你从退休账户中提取现金时，都是按照正常的税率缴税），为了满足日常生活支出，你可以出售那些表现优异的资产，让它们的构成比例符合最开始的设定。如果每年只提取净资产的一小部分，你可能注意不到这中间的细小差别，你会像什么事情都没有发生过那样，每隔几年就调整一次投资组合。如果你每年提取的金额在应税账户中所占的比重很大，你可能不得不出售一些表现差劲的资产，以维持构成比例的平衡。①

总的来说，这意味着在市场好的年份，你将要卖出股票，而在市场差的年份，你将主要依靠债券，这也正是两座仓库的逻辑基础。

如果你将依靠应税资产提供生活支出，或者至少部分依靠应税资产，那么情况可能会变得更加麻烦。对于新进者来说，想一想应税的特德那 50/50 的投资组合：没有任何避税的资产。假设他在未来的 10 年或 20 年里，不需要花费一分钱。他投资组合中的股票资产部分增长速度，要远远快于债券资产部分，现在他投资组合的股票债券比重达到了 70/30。到最后需要提取现金的时候，他面临着让人难以接受的决策。“正确”的方法是卖出部分股票，但是，这么做会带来资本利得税收负担：如果持有的基金价格翻倍了，他需要支付的税收总额是所提取现金总额的 10%。出售债券是一个不错的选择，因为这可以帮助他避免资本利得，但是又会让他的投资组合构成比例更偏向股票。

对于这一两难境地，没有“正确”的答案。在绝大多数情况下，像特德这样需要全额应税的投资者，可能会选择首先出售股票，但随着股票份额所占的权重慢慢逼近 100%，当市场出现长时间猛烈下跌的情形时，他面临的风险会更大。然而，如果特德有足够的现金，可以通过增持债券重新达到平衡，那么，这么做就没有什么错误，还可以让他的继承人在一个比较合理的基础上，继续享受他的税收效率股票型基

① 考虑这一情形最简单的方法，就是想象一下你的退休账户有 100 万美元，你将这些资金平均投资到资产 A 和资产 B 上。如果资产 A 价格上涨 20%，而资产 B 价格只上涨了 10%，那么你的资产 A 和资产 B 的比重将是 600 000/550 000。如果你需要支取 50 000 美元，只需要卖出价值 50 000 美元的资产 A 就足够了，这样两者的比重又回到了 50/50。如果你需要提取的数额高于 50 000 美元，那么这个时候你就要考虑出售部分资产 B。如果你需要提取的数额低于 50 000 美元，你还需要将部分资产 A 出售，然后购买资产 B，这样才能让资产 A 与资产 B 的比重重新回到 50/50。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。如果你是比尔·盖茨，你根本没有必要持有债券。

当投资者有大量的避税资产和应税资产时，情况会变得更加复杂。到底哪个账户应该提取多少资金，这样的难题还是留给会计师或者税收律师吧。但有些一般性的难题倒是自己可以处理的，如果你没有其他的收入来源，并且边际利率比较低，你可以从退休账户中提取现金。避税账户的复利和调整优势也值得考虑，尤其是在时间跨度比较长的情况下，你应该尽可能地持有这些资产。

为那些需要帮助的人所准备

投资计划和执行是两个完全不同的事情。周期性地计划调整投资组合是一件事，而卖出表现优异的资产，然后购买下跌多年的资产又是另外一回事。看看图形、表格或者报表，想象一下你账面亏损达到 30% 是一回事，而当这一切真实发生的时候，你的反应又是另外一回事。

在写最后这几段文字之前，我认真地想了很长时间，因为我是投资顾问，没有任何想要展示自己投资成功纪录的想法。

我绝对相信大多数的投资者，在没有任何专业人士的帮助的情况下，照样有能力处理好自己的投资活动。不过，我也知道，还是有不少投资者没能力处理好自己的投资活动。在绝大多数情况下，这是因为缺乏投资理论和投资实践。然而，如果你已经学会了我所说的，在这方面，你肯定不会遇到同样的困扰。

不过，想要遇上那些极端聪明又懂金融哲学的人，并不是一件容易的事情，在很多时候，情绪化的金融专业人士都没有能力很好地执行投资计划：说起来很容易，做起来却很难，不管他们多么努力，结果还是那样。

“执行失败”最常见的原因，是情感上不敢与市场背道而驰，不敢买入那些表现差劲的资产。同样常见的原因，是没有能力摆脱少量亏损带来的影响，将大量的资产按照完美的投资计划蓝图进行投资，这又被称为“执行无力”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，不管是什么原因，不少投资者还是需要专业人士的帮助。对于那些需要帮助的人，我提出如下三个方面的建议以供参考。

- 最大的圈套，来自你间接支付的费用和佣金带来的利率冲突。你需要进一步确认你的投资顾问只是专注于投资价值，而不是关注这些投资工具能为他带来多少收益。这方面的危险信号是收费基金、保险产品、有限合伙或者独立账户所提供的建议。唯一的、也是最佳的方法，是你和你的顾问站在同一条战线，他“只收取费用”，也就是说，除了从你这里收取费用之外，他不会因为推荐具体的投资工具而获得其他的收益。否则，你就会陷入支付、支付、支付……不断支付的困境中。
- 然而，“只收取费用”并不是没有缺点。你的顾问费应该在合理范围内。向任何人支付超过 1% 的费用，来管理你的资产都是不值得的。超过 100 万美元的资产规模，你支付的费率不应该超过 0.75%，超过 500 万美元的资产规模，你支付的费率不应该超过 0.5%。先锋公司确实有个人咨询费用，它的收费标准倒是提供了一个很好的参照：50~100 万美元收取 0.65%，100~200 万美元收取 0.35%，超过 200 万美元，收取 0.20%（不过要小心，先锋公司的顾问们通常会建议你选择他们的积极管理型股票基金，如果你要选择这些产品，那就只选择指数化股票基金作为你的资产配置）。
- 如果有可能，你的投资顾问会选择指数化 / 消极型股票基金。如果他告诉你，他有能力找到那些打败指数的基金经理，他在向你和他自己撒谎。我倾向将消极型指数化基金作为“最爱的资产类别”。不持有这种产品的投资顾问，你千万不要雇佣他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 除非你是一位非常有经验的股票投资者，否则的话，尽快将你当前的投资计划转为指数化产品，或者以指数化为基础的资产类别。

2. 如果你没有什么投资经验，或者股票敞口不大，你应该慢慢运用平均价值方案来构建股票投资组合。

3. 平均价值方案是确定股票仓位构成最好的方法。这一方法包含了平均资产成本与调整，你可以根据提取现金的情况进行资产调整。

4. 每隔几年就对你的避税账户进行调整。

5. 不要主动调整你的应税账户，除非是强制性提取、资产分配或者有新的储蓄。

6. 调整会带来很多好处，包括较高的收益率和较低的风险。然而，它最大的回报，是让你始终保持“良好的财务状态”，以及继续蔑视传统的金融智慧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE FOUR PILLARS OF INVESTING

15 最后的话

我们已经探讨了一系列投资理财主题，这比一本普通的个人理财书籍涉猎的范围要广得多，我希望你从中得到收获，觉得这一系列的讨论是值得的。尽管从它们各自的角度来看，我所谈到的四个领域（投资理论、投资历史、投资心理学和投资行业）都是非常重要和有意义的，但是，将它们当成一个整体，再认真回顾一遍也是非常有价值的，它们是投资者在投资过程中，不可缺少的组成部分。让我们将所学的知识回顾一遍。

支柱一：投资理论

- **风险和收益之间是相辅相成、不可分割的关系。**不要期望在不承担风险的情况下获得高收益，如果你喜欢安全，那么你就必须接受低收益。那些不吸引人的公司股票，必然比那些表现优异的公司股票收益率要高，否则，没有人愿意购买它们。正是因为同样的原因，那些不发达国家的股票收益率和不稳定国家的股票收益率，要比发达国家的股票收益率高许多。如果谁向你承诺，在承担低风险的前提下能够获得高收益，那么他一定是欺骗你。
- **预测股票市场的长期收益率很简单，只需要将长期每股收益增长率加上股息收益率就可以了。**高等级的长期债券收益率水平从本质上讲，与股息收益率水平是相同的，因为债券的票息支付不会增长。
- **市场是极其有效的，它比最聪明的个人参与者还要聪明。**挑选股票并且成功预测市场涨跌，是一项成本昂贵、风险系数高且最终证明是无用的活动。战胜市场最好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办法就是拥有市场，也就是说，指数化投资。

- **预测什么样的投资组合构成在未来表现最好，基本上是不可能的事情。**谨慎的做法就是跟随市场（威尔逊 5000 指数），再加上少量的美国小型公司股票和国外大型公司股票，构成股票投资组合的核心部分。这同时取决于你的税收结构和工作情况，只要忍受“追踪误差”（与市场表现不一样）的能力较强，你可以增加一些小盘和大盘价值型股票，以及不动产投资信托到你的投资组合中。

支柱二：投资历史

- **在这个主题里面，你知道得越多，对你以后的帮助就越大。**对投资者来说，就越能很好地处理资本市场波动带来的冲击。
- **要小心股票市场会走的两个极端：不是涨疯了，就是跌疯了。**当新技术宣称将会重塑我们的经济和文化时，往往都会演绎成疯狂的时刻，当市场从底部涨上来的时候，你的获利会很丰厚。当这一切来临时，你需要看紧你的钱包。有时候，市场会跌到昏天黑地，感觉像天塌下来，这往往是买股票的好时机。

支柱三：投资心理学

- **你最大的敌人是你自己。**通常情况下，与真实的情况相比，你对自己的选股能力和挑选投资基金经理的能力，总是过于自信。
- **如果你准备跟你的邻居和朋友们投资相同的资产，你可能会面临低收益。**你的社会本能，通过劝说你持有市场上其他人持有的资产，来侵蚀你的财富。成功的投资是一项极其独立的活动。
- **试着忽视过去 5 年或 10 年的投资收益，尽你所能关注长期数据。**虽然大盘成长型股票在最近几年的收益率非常高（尤其是 2001 年，达到了最高点），但是，历史告诉我们，它们的收益率仍然低于大盘和小盘价值型股票。尽管没有谁能够保证，这一趋势在未来还会继续，但时间越长，数据越能够证明这一道理。
- **抵制人性的欲望，不要奢望找到某种不存在的盈利模式。**资产收益率从本质上来说是随机的，回顾历史，我们会发现，过去成功的模式几乎从未在未来再次复制成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支柱四：投资行业

- **股票经纪人为客户服务的方式，与邦妮和克莱德服务银行的方式是一样的。**经纪人让自己生活得更好的唯一希望，就是通过佣金和差价榨干你的账户。他们同时还属于对投资知识了解和掌握处于最底层的一群人。最简单的一个事实就是，你读完了这本书，意味着你对投资的了解要远胜过他。
- **绝大多数共同基金公司最主要的业务都是聚集资金，而不是管理资产。**你应该关注你的基金公司的股权结构和它收取的费用，还应该意识到基金的费率只是冰山一角。
- **99% 的通过杂志和报纸了解的信息，和 100% 通过电视看到的信息都是毫无意义的。**大多数财经记者很快发现，将策略和基金经理的月度表现写成一系列主题文章，比严肃认真的分析要容易得多。

在最后一部分，我们将投资四大领域的知识融合到基本的投资策略中，任何一个普通的投资者都可以掌握这一投资策略。尽管凭借刚刚学到的知识，就可以管理好你的资产，但是你可能不会这么做。这本书只是为你提供了一个思路框架，你可以向这个框架里不断增添新的内容，你可以从第 11 章最后部分提到的那些书籍开始。

本书最重要的信息仍然有效而且很简单：**只需要花很少的努力，你就可以很好地设计和安排你的投资组合，由于充分的分散化和尽可能低的费用，你会发现你的投资账户，比大多数专业人士管理的账户表现还要好。**这并不需要多高的聪明才智和多好的运气。一个成功投资者最基本的特征，就是纪律以及对纪律的耐心坚持，用约翰·博格的话说，就是“坚持到底”。

投资不是终点。它就像一次正在进行的旅程，需要你经历四个重要的领域：理论、历史、心理学和行业。衷心祝你一路平安！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记

一直以来，人类从未停止过对财富的追求，而投资则是人们谋求财富最有效的途径之一。无论是投资房产、矿山、贵金属、古董和字画等实物资产，还是投资股票、债券、基金和信托等金融资产，人们总是希望能够从中寻找到，放之四海而皆准的黄金定律，从而实现财富的稳步增值。然而，市场无时无刻不存有风险，这些风险以及由此带来的亏损，将人们的财富梦击得七零八落。那我们该如何发现并有效规避风险呢？投资领域中真的存在能够确保我们财富不断增值的规律或方法吗？我们又该如何运用这些规律或方法，构建适合我们自己的投资组合呢？

威廉·伯恩斯坦的这本书，或许能够为我们提供一些有益的思路，帮助我们在投资领域有效地避免亏损，获得更高的投资回报。有意思的是，伯恩斯坦的职业生涯其实并不是从金融开始的，他从理科起步，然后又转向医学，最终在金融领域取得了巨大的成功。他认为，在投资领域取得成功并不是一件难事，任何一个普通人通过训练，都能够实现自己设定的目标。

在投资领域，有四个非常重要的概念：投资理论、投资历史、投资心理学和投资行业。投资理论要求我们掌握风险与收益两者之间的关系。投资之所以能够获得收益，是因为承担了相应的风险，因此，追求高收益必然就要面临高风险，合理地分散化是成功的第一步。了解投资发展的历史，特别是熟知牛市和熊市的转换，对自己判断行情走势有非常大的帮助，市场总是在重复历史，但又不是简单地重复，因此，从历史走势中学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会判断和预测，便显得意义非凡。投资心理学对投资选择的影响，越来越被理论界和实务界所重视，有时候需要我们站在普通大众的对立面来考虑问题，这样对市场的判断才会更加准确。而投资行业中，那些专业的投资者和分析师，未必真的比我们普通大众高明多少，因此，与其把钱交给他们打理，还不如自己亲自上场，这一观点与我们常见的那种，将钱交给专业人士经营的观点不一样，这也是伯恩斯坦与众不同之处。如果能够完全理解伯恩斯坦提出的四大支柱，我们相信，投资对普通大众而言将不再是一件难事。

本书由浙江大学城市学院汪涛和郭宁翻译，在本书的翻译过程中，安然、张巍、漏佳敏、王秋丽、金莎、张昕葭、赖署昕和唐维良等帮忙搜集了相关资料，叶琳、潘灵琳、李欣瞳和毕晓然完成了部分校对任务，在此一并表示感谢。全书最后由汪涛通读定稿。因时间紧张，文中不足之处欢迎读者批评指正。

最后，我们要特别感谢董湛庐文化的编辑们，她们在翻译过程中提供了大量的帮助，并为编辑本书做出了大量细致、具体的工作。

因时间紧张，文中不足之处欢迎读者批评指正。

汪涛　郭宁

2013 年 12 月于浙江大学城市学院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湛庐文化 Cheers Publishing
a mindstyle business 与思想有关

著作权合同登记号
图字：01-2010-3803

一本捍卫个人财富的必读经典

- **投资理论**
  永远不要奢望没有风险的高回报。
- **投资历史**
  几乎每隔一段时间，市场就要狂乱一次，
  如果毫无准备，就逃脱不了注定失败的命运。
- **投资心理学**
  找出这个时代广为接受的传统智慧，
  并且假设它是错的，而且通常来说，它真的是错的。
- **投资行业**
  千万不要轻信证券经纪人的建议。

THE FOUR PILLARS OF INVESTING
Lessons for Building a Winning Portfolio

约翰·博格，先锋集团创始人，指数基金教父

伯恩斯坦的著作针对成功投资的步骤，提出了强有力的原则、真实的历史依据和独一无二的见解。我多么希望这是一本由我执笔的书！

McGraw-Hill
全球智慧中文化
http://www.mheducation.com

上架指导：金融投资/个人理



更多个性服务，尽在湛庐微信平台
请扫二维码或查找cheerspublishing



ISBN 978-7-300-18029-8



定价：69.90元